

UTVALGTE EMNER VEDRØRENDE BØRSPROSPEKT

Kandidatnr: 337

Veileder: Tore Bråthen

Leveringsfrist: 25.04.2003

Til sammen 16 172 ord

Innholdsfortegnelse

1	PRESENTASJON.....	4
1.1	Hva forstås med prospekt	4
1.2	Bakgrunn for valg av tema	5
1.3	Begrepsavklaring	6
1.4	Avgrensing.....	6
2	BAKGRUNN FOR OPPLYSNINGSPLIKTEN (HISTORISK OVERBLIKK) 7	
3	RETTSKILDESITUASJONEN PÅ PROSPEKTRETTENS OMRÅDE	10
4	PROSPEKTPLIKTEN	12
4.1	Hjemmel for prospektplikten i lov og forskrift.....	12
4.2	Når må prospekt utarbeides for selskaper som er eller blir børsnoterte?.....	12
4.3	Børsens kontroll og distribusjon av prospektet	13
4.4	Regler om innhold.....	14
4.5	Bakgrunn for de norske reglene om prospektplikt.....	15
4.5.1	Den EU-rettslige bakgrunn for børsforskriftens bestemmelser.....	15
4.5.2	Eldre lovgivning.....	16
4.5.3	Norske forarbeider	16
4.5.4	Særlig om reglenes formål	17
4.6	Forholdet mellom handel på primærmarkedet og vanlig avtale- og kontraktsrett.....	18
4.6.1	Tegningens status.....	18
4.6.2	Usteders opplysningsplikt versus tegners undersøkelsesplikt.....	19
4.7	Forholdet mellom opplysningsplikten og aksjenes underliggende pris	20
4.8	Nærmere om den generelle regelen i børsforskriften § 14-1	20
4.9	Prospektplikten ved offentlig tilbud sett i forhold til selskapenes løpende informasjonsplikt	22

4.10	Avgrensning av bf § 14-1	25
4.10.1	Avgrensning mot generell makedsinformasjon	25
4.10.2	Krav til opplysningens betydning og sikkerhet	27
4.10.3	Vesentlighetskravet	27
4.10.4	Krav til opplysningens sikkerhet	29
4.10.5	Fremtidig utvikling	31
4.11	Aktsomhetsnivået ved verdivurderingen	32
4.11.1	Hafnia-dommens betydning for rettstilstanden	36
4.12	Begrensninger i opplysningsplikten av hensyn til selskapet.	36
4.13	Investorstandarden	37
4.14	Prospektets utforming og markedsføring	39
5	REAKSJONER VED BRUDD PÅ PROSPEKTREGLENE	43
5.1	innledning	43
5.2	Investorenes mulighet til å få erklært aksjetegningen ugyldig ved emisjoner	44
5.3	Selskapets erstatningsplikt ved villedende og eller mangelfulle opplysninger ved emisjoner.	46
5.3.1	Utenlandsk rett	47
5.4	Selskapets erstatningsansvar ved spredningsalg.....	48
6	ARGUMENTER FOR OG MOT ERSTATNINGSANSVAR	52
7	OPPSUMMERING	54
8	LITTERATURLISTE	54
8.1	Offentlige publikasjoner.....	57
8.2	Forkortelser	57

1 Presentasjon

Når et selskap vil rette et tilbud til offentligheten om å delta i selskapets emisjon eller det foretas et spredningsalg i forbindelse med en børsnotering, plikter selskapet å utarbeide et prospekt som må inneholde bestemt informasjon. Denne oppgaven har flere temaer som er sentrert rundt prospektplikten. Den begynner med en kort historisk oversikt over bakgrunnen for det opplysningsregimet som er gjeldende norsk rett i dag og som prospektreglene er en del av, deretter gjennomgås rettskildesituasjonen og bakgrunnen for de norske bestemmelsene på området. Oppgavens hovedproblemstilling er knyttet til børsforskriften av 17. januar nr 30 (bf) § 14-1. Bestemmelsen er en generell regel for hva utsteder plikter å opplyse om i prospekt. Avhandlingen prøver å belyse hva denne bestemmelsens stiller av krav til prospektets form og innhold. I denne forbindelse trekkes det inn enkelte generelle temaer som også vil kunne ha aktualitet i andre situasjoner enn når grensene for § 14-1 skal trekkes opp. Den siste delen av oppgaven omhandler tegners eller kjøpers mulighet til å få kompensasjon fra selskapet når prospektet inneholder gale eller villedende opplysninger. I denne forbindelse gjøres også en rettspolitisk drøftelse hvor jeg de lege ferenda tar for meg hvilket regelsett som er det mest hensiktsmessige når det gjelder skadelidte investorers mulighet til å vinne frem med erstatningskrav mot selskapet for tap som skyldes brudd på prospektreglene ved emisjoner.

1.1 Hva forstås med prospekt

I norsk rett er deler av aksjeselskapers opplysningsplikt hjemlet i reglene om prospektplikt. Norsk rett har ingen lovfestet definisjon på prospekt. I Rdir 80/390 art 3 blir prospekt definert som et informasjonsdokument. Denne betydningen er vel også i overensstemmelse med hvordan man forstår begrepet i norsk dagligtale. Etter verdipapirhandelloven av 19. juni 1997 (vphl) § 5-7 tredje ledd har norske selskaper plikt til å oversende børsen annonser, kunngjøringer mv. som publiseres i forbindelse med emisjonen. Slik jeg har oppfattet begrepet

prospekt brukt i norsk børsrettssammenheng, er det imidlertid ikke vanlig å asosiere ordet «prospekt» så vidt at annonser mv. omfattes av begrepet, men børsen kan underlegge også slikt materiale kontroll, jf. vphl § 5-7 tredje ledd.¹

1.2 Bakgrunn for valg av tema

Utviklingen de senere år har gått mot at det er blitt enklere for verdens investorer å foreta investeringer på tvers av landegrensene. En av årsakene til dette er at transaksjonskostnadene har blitt lavere og at de nasjonale offentlige reguleringer av utenlandske investeringer har blitt bygget ned. Et resultat av dette er at konkurransen på de forskjellige markedsplassene øker. En av faktorene som medvirker til om en markedsplass vil oppfattes som attraktiv, er det nasjonale regelverket på området.² Et marked med et utbygget og hensiktsmessig investorvern vil kunne ha en konkurransefordel fremfor markedsplasser med lite eller ikke tilstrekkelig utbygget regelverk. Som en konsekvens av dette har det den siste tiden skjedd en rask utvikling på feltet. I f.eks. Tyskland, hvor aksjemarkedet har vært preget av få og profesjonelle deltagere, er regelverket som regulerer selskapets ansvar overfor aksjetegner nylig endret som ett av flere tiltak for å vitalisere det tyske finansmarkedet.³ Særlig oppgavens siste del, hvor reglene om selskapets erstatningsansvar blir behandlet, er et emne som de senere år har blitt viet en del oppmerksomhet. Dette gjelder også i våre skandinaviske naboland.⁴

¹ Ordet prospekt er hentet fra engelsk. I USA har ordet en videre rettslig definisjon, jf. The Securities Act of 1933 section 2 art 10; «*The term «prospectus» means any prospectus, notice circular, advertisement, letter, or communication, written or by radio or television, which offers any security for sale or confirms the sale of any security*».

² I USA hvor de enkelte delstatene kan gi egne regler, er mange av de største selskapene registrert i staten Delaware. Dette er bl.a. forklart med at statens selskapsrettslige lovgivning ses på som hensiktsmessig og domstolen i staten skal være anerkjent for sin selskapsrettslige kompetanse, jf. Aarum, 1994, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, side 26. For en grundigere redgjørelse av Delaware-fenomenet og en sammenligning av tilsvarende europeiske forhold se Birkmose, 2000, Frykten for Delaware – monsteret fra USA? Side 291 flg. I Canada er det staten Ontario som regnes som ledende, jf. Horten og Wegen, 1997, Litigation Issues in the Distribution of Securities: An International Perspective, side 349 flg.

³ af Sandeberg, 2000 Prospektansvaret, side 214.

⁴ Aarum, 1994, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, Aarum, 2002, Prospektansvaret – behov for nytenkning?, af Sandeberg, 2000 Prospektansvaret, Dotevall, 1999, Bolagsledningens skadestandsansvar, Birkeland, 2001, Begrensninger i styrets ansvar for tap som kan henføres til prospekter.

1.3 Begrepsavklaring

Et vanlig skille i norsk og internasjonal verdipapirrett går mellom emisjoner av aksjer og annenhåndsomsetning av aksjer. Ved emisjoner tilfaller betalingen for de nye aksjene selskapet, ved annenhåndsomsetning er det selger av aksjene som mottar betalingen. Betegnelsen primærmarkedet brukes om markedet for emisjoner, mens sekundærmarkedet betegner markedet for annenhåndsomsetning. Regelsettet for transaksjonene på disse to markedene har stor grad av likhet, men er til dels underlagt noe forskjellige regelsett.⁵

1.4 Avgrensing

Prospektreglene har mange kasuistiske bestemmelser, disse berøres stort sett ikke. Oppgaven begrenser seg til kun å gjelde aksjer som er eller blir børsnoterte. Foruten spredningsalg ved introduksjoner er oppgavens fokus ikke knyttet til annenhåndsmarkedet, heller ikke spørsmål om prospektregler i forbindelse med overtagelse, fisjoner eller fusjoner blir berørt. Oppgaven gir heller ikke utfyllende behandling av emner som børsens kontroll og organisering eller når prospektplikten inntreffer. For oversiktens skyld vil imidlertid noen av temaene bli kort omtalt. Det er ikke meningen å gi en detaljert oversikt over prospektpliktens innhold. Jeg ønsker derimot å gi en oversikt over enkelte prinsipielle avveininger som må gjøres når det skal avgjøres om forhold faller inn under den generelle bestemmelsen om prospektinnholdet i børsforskriften § 14-1. Disse retningslinjene er kanskje også relevante ved enkelte skjønnsmessige spørsmål som kan oppstå i tilknytning til de mer detaljerte bestemmelsene om prospektpliktens innhold i bf kap 15, 16 og 18. Når det gjelder oppgavens annen del, er det bare selskapets ansvar som blir behandlet. Mulig ansvar for advokater, styret, revisorer eller andre medhjelpere behandles ikke.⁶ Jeg behandler heller ikke situasjonen når kapital skytes inn ved selskapets opprettelse (selskapstiftelsen).

⁵ For en gjennomgang av børsrettslige begreper se Bergo, Børs- og verdipapirrett, 1998, kap 2 og 3.

⁶ For en behandling av styremedlemmers erstatningsansvar ved aksjeemisjoner se Kristin Normann Aarums avhandling, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, 1994.

2 Bakgrunn for opplysningsplikten (historisk overblikk)

England var blant de land som først fikk erfaring med aksjehandel. Landet ble alt i 1720 rammet av et omfattende børskrakk med det som konsekvens at tusenvis av personer ble ruinert. Skandalen går under navnet «The South Sea Bubble».⁷ Gjennom strengere lovgivning førte episoden til en skjerpelse av mulighetene for å gjennomføre emisjoner rettet mot allmennheten, og det et ble vanskeligere å stifte aksjeselskaper.⁸ Utover på 1800-tallet ble imidlertid reglene igjen gjort mer lempelige. En viktig motivering for reformene var ønsket om lettere tilgang på kapital.⁹

I forbindelse med «The Joint Stock Companies Act of 1844» ble konsesjonsplikten ved stiftelse av aksjeselskap forlatt til fordel for et system med registreringsplikt. Loven inneholdt også regler om informasjonsplikt og regler om prospektplikt. Kravene til prospektets innhold ble fastsatt i domspraksis.¹⁰ Denne loven og de etterfølgende selskapslovene fra siste halvdel av 1800-tallet og begynnelsen av 1900-tallet, samt engelsk domspraksis, danner grunnlaget for den opplysningsdoktrinen som senere ble overtatt og videreutviklet i USA.¹¹

Krakket på 1930-tallet rammet det amerikanske aksjemarkedet hardt og det ble et allment krav om bedre regulering. En senatskomité ledet av Ferdinand D. Pecora ble nedsatt for å undersøke eventuelt misbruk og svindel i aksjemarkedet. Konklusjonen på undersøkelsen var at det tillitsforhold som bør eksistere mellom investorene og de som skulle forvalte investorenes midler, ikke var til

⁷ Aksjene i selskapet South Sea Company stiftet av advokaten John Blunt svingte i 1720 voldsomt i kurs. I granskningen som fulgte, ble det avslørt omfattende svindel og ulovligheter, jf. Samuelsson, 1990, Information och ansvar side 56 flg.

⁸ Egentlig er det noe misvisende å bruke betegnelsen aksjeselskap siden regler om upersonlig ansvar formelt ikke ble innført før 1856, jf. Samuelsson, 1990, Information och ansvar side 60.

⁹ Dette behovet gjorde seg særlig gjeldende ved utbyggingen av jernbanenettet, jf. Samuelsson, 1990, Information och ansvar side 58.

¹⁰ I New Brunswick and Canada Railway and Land Company v Muggeridge fastsetter dommeren at ved tilbud til offentligheten plikter utsteder av prospektet å gi følgende opplysninger: «to state everything with strict and scrupulous accuracy, and not only to abstain from stating as fact that which is not so, but to omit no one fact within their knowledge the existence of which might in any degree affect the nature, or extent, or quality of the privileges and advantages which the prospectus holds out as inducement to take shares». Sitert fra Samuelsson, Information och ansvar, 1990, side 59.

¹¹ Samuelsson, 1990, Information och ansvar side 60.

stede. Delvis på bakgrunn av denne undersøkelsen ble det på begynnelsen av 1930-tallet (under ledelse av Franklin D. Roosevelt) vedtatt en rekke føderale lover som skulle gjøre investorsvindler vanskeligere, samt øke investorenes tillit til og oversikt over markedet.

Reformene ble voldsomt debattert og kritisert.¹² I den forbindelse kan det være på sin plass å redegjøre for de to forskjellige typemodeller som ble vurdert som alternativer når man i USA skulle finne måter å regulere markedet på. På den ene siden hadde man den såkalte meritbaserte tilnærming. I denne modellen ble investorene beskyttet ved at selskapene ble underlagt en grundig kontroll før allmennheten fikk anledning til å investere i dem. Kontrollorganet gjorde da en kvalitetsbedømmelse av selskapet og dets pris for å avgjøre om selskapet var «bra» nok til å bli offentlig omsatt. Den andre modellen er kalt den opplysningsbaserte modellen.¹³ I dette regimet fantes det omfattende offentlige regler om selskapenes plikt til å offentliggjøre relevante opplysninger, men det var ingen offentlig «formynderinstans»; en nærmere bedømmelsen av selskapenes kvalitet ble overlatt til investorene selv.¹⁴

I USA hadde enkelte delstater innført bestemmelser som hadde sitt grunnlag i den meritbaserte modellen. Dette var de såkalte «blue sky laws».¹⁵ De føderale reglene hadde sin forankring i den opplysningsbaserte modellen. De to viktigste føderale lovene på dette området var «The Securities Act of 1933», som behandler reglene for primærmarkedet og «Securities Exchange Act of 1934» som hovedsakelig regulerer transaksjoner på sekundærmarkedet. Bestemmelsene er fortsatt bærebjelken i den amerikanske verdipapirlovgivningen.

Den overordnede filosofien bak de amerikanske reformene var at investorene skulle garanteres «full and fair disclosure», og at forskjellige brudd på

¹² Samuelsson, 1990, Information och ansvar side 72.

¹³ For en grundig gjennomgang av debatten mellom tilhengere av den meritbaserte og den opplysningsbaserte modellen, se Loss, 1983, Fundamentals of Securities Regulation, side 29 flg.

¹⁴ Loss, 1983 Fundamentals of Securities Regulation side 71 flg. og Samuelsson, 1990, Information och ansvar side 71.

¹⁵ Det finnes forskjellige teorier om hva som var bakgrunnen for betegnelsen «blue sky laws», Muligens kom det av at reglene skulle beskytte investorer mot de mest spekulative selskapene, selskaper hvis eneste aktiva var «en del av himmelen», jf. Hazen, 1996, The law of securities regulation side 388

opplysningsplikten skulle gi de krenkede investorer en omfattende mulighet til å vinne det tapte tilbake gjennom erstatningssøksmål.

Generelt må USA i dag sies å ha strenge og omfattende krav når det gjelder selskapenes opplysningsplikt. Deres lovgivning inneholder også omfattende ansvarsregler. Jevnt over gir nok det amerikanske regelverket investorene bedre beskyttelse mot svik og uaktsomme handlinger enn det som har vært vanlig i europeiske land. Man ser imidlertid at de amerikansk verdipapir-bestemmelsene den senere tid i stor grad har blitt brukt som forbilde når andre land reformerer sin lovgivning på området.¹⁶ Dette gjelder ikke minst de EU-rettslige reglene på området.¹⁷

¹⁶ Horton og Wegen, *Litigation Issues in the Distribution of Securities: An International Perspective*, 1997, side 5.

¹⁷ Hansen, *Informationsmisbrug*, 2001, side 131 flg.

3 Rettskildesituasjonen på prospektrettens område

En nærmere fastleggelse av prospektplikten må nødvendigvis gjøres etter de alment gjeldende regler for rettskildebruk i norsk rett. Ved fastleggelse av prospektreglens innhold, må man foruten i lov og forskrifter, se hen til lovgivningens formål og forarbeider. Sistnevnte rettskilde omfatter også de relevante EU-rettslige tekster som danner bakgrunn for de norske reglene. På prospektrettens området er det imidlertid lite domspraksis. Det er også lite offentliggjort forvaltningspraksis gjennom børsens kontrollvirksomhet. Børsklagenemda har imidlertid kommet med enkelte uttalelser som gjelder selskapets løpende informasjonsplikt som også kan være relevant når det nærmere innholdet av prospektplikten skal fastsettes.¹⁸ Det nærmere innholdet av bf § 14-1 har ikke blitt viet særlig stor omtale i teorien.

Det er ikke så ofte at norske domstoler direkte henter premisser for sine avgjørelser fra utlandet. Særlig gjelder dette for land som ligger utenfor Skandinavia.¹⁹ Verdipapirmarkedet, med sin internasjonale tilknytning gjør imidlertid at utenlandsk rett kanskje har noe større betydning på dette området enn hva den pleier å ha i norsk rett. Dette gjelder ikke minst på prospektrettens område, som i EØS-området er basert på et felles EU-rettslig regelverk. Et av formålene med å innføre felles prospektregler i EØS-området, var at det skulle være uproblematisk å oppnå notering i andre EØS-stater når det først var oppnådd tillatelse i en stat.²⁰ Skulle de forskjellige nasjonale børser og myndigheter ha forskjellige fortolkninger av reglene, kunne dette føre til spekulasjon fra selskapenes side. Dette gjør det hensiktsmessig at de forskjellige myndighetene har en relativt lik forståelse av regelverket. Slik vil praksis fra

¹⁸ Børsens øverste organ er Børsstyret. Organet har ansvaret for den daglige ledelsen og er det utøvende beslutningsorgan ved Børsen. Det uavhengige domstollignende organet Børsklagenemda er klageinstans for Børsstyret.

¹⁹ Eckhoff og Helgesen, Rettskildelære, 2001, side 284.

²⁰ Se fortalen til Rdir 80/390.

andre EØS-land på prospektrettens område kunne være av spesiell relevans for norsk rett, dette vil kanskje særlig gjelde de andre skandinaviske land, som tradisjonelt har hatt en rettskultur som har vært beslektet med den norske.²¹ Av disse er også dansk rettspraksis blitt fremhevet som spesielt viktig.²²

Mye kan imidlertid også tale for at amerikansk rett på enkelte områder kan være relevant. Landet har hatt prospektregler i lang tid og har en rikholdig praksis. De amerikanske reglene har også vært en viktig inspirasjon for de EU-rettslige bestemmelsene. Siden enkelte av de prinsipielle vurderingene i forbindelse med fastleggelsen av prospektreglenes innhold beror på reelle hensyn, kan det være en stor hjelp å se hen til den løsningen som er valgt i det rettsområdet hvor det er resonnert mest rundt emnet. Det må imidlertid tas hensyn til at det kan være behov for enkelte nasjonale forskjeller og at det amerikanske rettssystemet ofte kan vektlegge enkelte hensyn sterkere enn det som er vanlig å gjøre etter norsk rett. Dette gjelder ikke minst når det er snakk om å gi skadelidte gode muligheter for å søke erstatning fra potensielle skadevoldere.

²¹ Hansen, Informationsmisbrug, 2001, side 133.

²² Eckhoff og Helgesen, Rettskildelære, 2001, side 284.

4 Prospektplikten

4.1 Hjemmel for prospektplikten i lov og forskrift.

Børsforskriften av 7. januar 1994 nr 30 inneholder regler om prospektplikten til selskaper som er eller ønsker å bli børsnoterte. Hjemmel for børsforskriften er gitt i børsloven § 5-6 annet ledd jf. tredje ledd. Loven inneholder ikke spesifikke bestemmelser, men gir forvaltningen hjemmel til å fastsette de nærmere krav til prospekt i forskrift. Reglene for selskapers prospektplikt er også regulert i Verdipapirhandelloven av 19. juni 1997 nr. 79, kap. 5. Denne bestemmelsen gjelder både børsnoterte og ikke børsnoterte selskaper. Også vphl § 5-5 fjerde ledd gir forvaltningen rett til å fastsette nærmere regler om selskapenes prospektplikt. Forvaltningen har dermed fått dobbel hjemmel til å gi nærmere regler om prospekt.

4.2 Når må prospekt utarbeides for selskaper som er eller blir børsnoterte?

Vphl § 5-1 inneholder bestemmelsene om når et norsk selskap plikter å utarbeide et prospekt. Hovedreglen er at dette må gjøres hvis tilbudet om tegning rettes til flere enn 50 personer og emisjonen gjelder et beløp større enn 40.000 euro.²³ I følge forarbeidene er det avgjørende ikke hvor mange som faktisk tegner eller kan tegne verdipapirer, men hvor mange som tilbys å delta. Tegner flere i fellesskap skal hver anses som én tegner.²⁴

Vhpl § 5-1 tredje ledd skal hindre omgåelse av prospektplikten, idet reglen angir at vphl § 5-1 første ledd også gjelder ved enkelte videresalg etter emisjonen.²⁵

Reglen skal fange opp emisjoner foretatt etter forskjellige former for «underwriting»-modeller, hvor emisjonen er rettet mot et fåtall finansselskaper

²³ Dette utgjør ca kr 300.000.

²⁴ For en grundigere regjøreelse for når prospektplikten inntre se Bergo, Børs- og verdipapirett, 1998, side 360 flg. og Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven, 2002, side 410 flg.

²⁵ NOU 1996: 2, 10.3.3.4.

som mer eller mindre umiddelbart selger de nye aksjene videre i markedet.²⁶ Enkelte unntak fra prospektplikten følger av vphl §§ 5-2 til 5-4. Disse blir ikke nærmere behandlet her.²⁷

Er selskapet børsnotert, skal emisjonsprospekt utarbeides hvis pålydende eller markedsverdien av de nye aksjene utgjør 10 prosent eller mer av aksjekapitalen i samme klasse som alt er notert, jf. bf § 18-1 første ledd. Bestemmelsens annet ledd inneholder unntaksregler. Disse behandles ikke nærmere. Etter § 18-1 tredje ledd gjelder reglene etter § 18-1 første ledd i tillegg til bestemmelsene i vphl kap. 5. Reglene i bf § 18-1 vil dermed kunne få selvstendig betydning dersom ett eller begge vilkårene i vphl § 5-1 første ledd, første punktum ikke skulle være oppfylt.

I tillegg til ved emisjoner er det som utgangspunkt prospektplikt når et selskap skal tas opp til børsnotering, jf. bf § 16-1 første ledd. I samme ledd er det gjort unntak for dette dersom selskapet har utarbeidet emisjonsprospekt underlagt kontroll i henhold til vphl § 5-7 og det ikke er gått mer enn 3 måneder siden offentliggjøringen. I bestemmelsens annet ledd følger et unntak der selskapet har vært notert i en annen EØS-stat i minst 3 år, og etter tredje ledd er børsen gitt kompetanse til å fritta for prospektplikten dersom «særlig grunner» tilsier det.

4.3 Børsens kontroll og distribusjon av prospektet

Regler om børsens kontroll er regulert i vphl § 5-7. Etter bestemmelsens første ledd skal børsen ha prospektet senest en uke før tilbudet fremsettes. Av annet

²⁶ En «underwriting» – prosess er vanlig å foreta når et selskap eller en stor aksjonær ønsker å selge aksjer til offentligheten. Det finnes ingen alment vedtatt metode for dette og praksisen har variert over tid. De to vanligste formene i dag er «firm commitment underwriting» og «best efforts underwriting». I den førstnevnte modellen kjøpes verdipapirene av en gruppe finansieringselskaper, banker, etc. Dette gjør de for egen regning og risiko for å selge aksjene raskt videre til allmennheten. I den andre modellen, «best efforts underwriting», virker investeringsbankene bare som agenter. De selger aksjene videre til allmennheten, men tar selv ingen risiko. Den sistnevnte modellen er billigere og brukes gjerne enten av selskaper som vil spare transaksjonskostnader eller mindre etablerte selskaper som ikke finner noen investeringsbanker som vil ta risikoen som «firm commitment» – modellen innebærer. jf. Hazen, *The law of securities regulation*, 1996, side 72 flg.

²⁷ For en gjennomgang av reglene i vphl §§ 5-2 til 5-4, se Bechmann m.fl., *Verdipapirhandelloven*, 2002, side 439 flg.

ledd fremgår det at børsen har plikt til å kontrollere at prospektet inneholder de opplysninger som kreves etter lov og forskrift. Også annet materiale i forbindelse med emisjonen skal oversendes børsen før det offentliggjøres, jf. tredje ledd. For dette materialet har imidlertid børsen frihet til å bestemme om den vil gjennomgå det. Vphl § 5-7 fjerde ledd inneholder børsens sanksjonsmuligheter når den mener lovens regler ikke er oppfylt.²⁸

Regler om hvordan et prospektet skal offentliggjøres følger av vphl § 5-11. En av hovedårsakene til at det er spesielle regler for hvordan prospektet skal distribueres, er for å hindre at investor tegner seg på bakgrunn av ufulstendige opplysninger. En konsekvens av dette er at det er forbud mot at akseptblanketten fremlegges uten et fulstendig prospekt, jf. vphl § 5-11 siste ledd siste punktum.²⁹

4.4 Regler om innhold

Hva et prospekt skal inneholde, reguleres av vphl § 5-5. Her går det frem at det bl.a. skal inneholde «... de opplysninger som, avhengig av særlige forhold hos tilbyder og arten av de verdipapirer som tilbys, er nødvendig for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders økonomiske stilling og utsikter ...». For verdipapirer som er børsnoterte eller ønsker å bli tatt opp til børsnotering, må også reglene i bf kap 14, 15 og 16 (ved introduksjoner) og 18 (ved emisjoner) være oppfylt. Bestemmelsene i bf kap 14 gjelder generelt ved utarbeidelse av prospekt etter forskriften. De omfatter dermed også prospekter som gjelder annet enn aksjer. I bf kap 15 er det gitt kasuistiske regler for hva prospektet må inneholde når det er aksjer som tilbys, disse er relativt omfattende og detaljerte. Reglene i kap 16 gjelder ved introduksjoner og kommer i tillegg til reglene i bf kap 15, jf. bf § 16-3. For emisjoner er det gitt spesialregler i bf kap 18. Også disse bestemmelsene kommer i tillegg til bestemmelsene i bf kap 15, jf. bf § 18-3.

²⁸ For en grundigere gjennomgang av reglene i vphl § 5-7, se Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven, 2002, side 466 flg.

²⁹ For en grundigere gjennomgang av reglene i vphl § 5-7 og § 5-11, se Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven, 2002, side 466 flg. og 489 flg.

4.5 Bakgrunn for de norske reglene om prospektplikt

4.5.1 Den EU-rettslige bakgrunn for børsforskriftens bestemmelser

Børsforskriftens bestemmelser om aksjeemisjoner for børsnoterte selskaper bygger på EUs Rdir. 89/298 og Rdir. 80/390. Man har valgt å innlemme disse i norsk rett ved transformasjon og ikke inkorporasjon. Ordlyden er imidlertid ofte nesten identisk med de norske oversettelsene av direktivene. Forskjellen består ofte bare av litt forsiktig omstokking av setningene. Det førstnevnte direktivet gir bl.a. bestemmelser for når prospektreglene kommer til anvendelse, samt regler for samordning og godkjennelse mellom de forskjellige EU-statene. Videre er det i direktivet gitt regler for kontroll og spredning. De nærmere krav til prospektets innhold er regulert i Rdir 80/390. Den detaljerte beskrivelsen av innholdskravet til prospektet som gjelder tilbud om aksjer som man finner i bf kap 15 flg., bygger på en gjengivelse av de tilsvarende bestemmelsene i Rdir 80/390.³⁰ Den generelle reglen om prospektspliktens innhold i bf § 14-1, bygger på direktivets art. 4.

Ifølge fortalene til begge direktivene er et av formålene å lette selskaperes arbeid når de ønsker notering på flere europeiske børser. Et annet formål er å sikre at investorene er garantert en grundig informasjon fra selskapet og at denne er så objektiv som mulig. Et tredje formål med direktivene er å fremme den europeiske integrasjon. Dette er fremmet gjennom ensartede bestemmelser om prospektets innhold og reglene for godkjennelse av selskaper som alt har fått samtykke til notering i en annen EØS-stat. Har et selskap fått godkjent et prospekt i en EU-eller EØS-stat, og dette selskapet søker notering i en annen EU eller EØS-stat innen 3 måneder etter at godkjennelse er gitt, skal selskapet automatisk få godkjent prospektet i staten det er søkt, jf. Rdir 80/390 art 24b (1).

Det kan likevel stilles krav om oversettelse og at det opplyses om særtrekk ved det spesifikke markedet i prospektet. Det antas at statenes plikt til gjensidig prospektgodkjennelse hindrer at statene vedtar egne regler som i særlig grad

³⁰ Rdir 80/390, jf. direktivets vedlegg, oversikt A.

avviker fra disse.³¹ Dette gjelder både om disse skulle svekke eller utvide opplysningsplikten. I fortalen er det imidlertid åpnet for at reglene ikke trenger å bli helt ensartete og enkelte bestemmelser inneholder en mulighet for de respektive myndigheter til selv å bestemme om reglene skal gjennomføres.³²

4.5.2 Eldre lovgivning

Før Norge innførte regler om prospekt gjennom verdipapirhandelloven av 19. juni 1997 nr. 79, fantes det regler i verdipapirhandelloven av 1985. Den gamle verdipapirhandellovens § 9 hjemlet forskrift av 17. januar 1994 nr. 1933 hvor det ble stilt krav til at utsteder utarbeidet og offentliggjorde en tegningsinnbydelse ved emisjoner. Generelt kan det sies at opplysningsplikten etter disse reglene rakk kortere enn etter prospektreglene. I verdipapirmarkedet ble tegningsinnbydelsen betraktet til en viss grad som formalia og ikke som et dokument som ga nok informasjon til at investorene på bakgrunn av denne kunne vurdere om de skulle delta i emisjonen.³³ I forarbeidene til den nye loven er det forutsatt at reglene om prospekt skulle hjemle enn mer omfattende opplysningsplikt enn hva de gamle bestemmelsene gjorde og at der prospektreglene kom til anvendelse skulle det ikke lenger være nødvendig å utarbeide tegningsinnbydelse.³⁴ Var det statuert opplysningsplikt etter det eldre regelverket, vil det dermed også antagelig være det etter det nye. På bakgrunn av dette må det antas at eldre praksis om opplysningsplikten fortsatt kan ha interesse.

4.5.3 Norske forarbeider

De norske forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1997 består av NOU 1996: 2, Ot.prp. nr. 29 (1996-97) og Innst.O. nr. 83 (1997-97). Disse inneholder kommentarer både til prospektreglene i børsforskriften og verdipapirhandelloven. Det nærmere konkrete innholdet av prospektreglene for børsnoterte selskaper slik det fremkommer i bf kap 14, 15, 16 og 18, blir imidlertid ikke behandlet i særlig grad. Det gis f.eks. ingen nærmere veiledning

³¹ Werlauff, EU-selskapsret, 18 staters felles virksomhetsret, s 183.

³² Et eksempel kan være Rdir 80/390 Vedlegg A art 7.1. og 7.2. Bestemmelsene omhandler opplysninger om utstедers seneste utvikling og utsikter.

³³ Aarum, Styremedlemers erstatningsansvar i aksjeselskaper, 1994, side 419.

³⁴ NOU 1996: 2 side 153.

om hvordan den generelle regelen i bf § 14-1 skal forstås. Dette har kanskje en sammenheng med at bestemmelsene følger av Norges EØS-rettslige forpliktelser.³⁵ Forarbeidene til verdipapirhandelloven inneholder imidlertid omfattende informasjon om prospektreglenes stedlige og faktiske virkeområde, prospektreglenes forhold til andre regler i samme eller andre lovbestemmelser og kommentarer om formålene bak reglene.

4.5.4 Særlig om reglenes formål

Både fortalene til EU-direktivene og de norske forarbeidene til verdipapirhandelloven inneholder opplysninger om hvilke formål prospektreglene skal fremme.³⁶ Foruten de ovennevnte hensyn til europeisk integrasjon er særlig tre formål vektlagt:

1. Investorbeskyttelse. Dette oppnås ved at investorene settes i stand til å foreta en korrekt vurdering av den risikoen investeringen innebærer og at de har fullt kjennskap til de nødvendige økonomiske realitetene angående selskapet.
2. Reglene skal bidra til et effektivt annenhåndsmarked. Dette skjer for det første ved at innbydelsen av tegning til en større krets gir grunnlag for senere omsetning på annenhåndsmarkedet. For det andre vil informasjonen som offentliggjøres, gjøre det lettere å vurdere selskapet også etter at notering har skjedd.
3. Reglene om prospekt skal fremme notoritet. Dette kommer bl.a. til uttrykk gjennom reglene om at selskapet plikter å sende inn prospektet til børsen, jf. vphl § 5-7 første ledd. Børsen har plikt til å oppbevare de innsendte dokumentene i 10 år etter emisjonen, jf. vphl § 5-7 siste ledd.

I forarbeidene blir det fremhevet at dersom det skulle oppstå tvist om hvilken informasjon som er gitt, vil investorene og domstolene kunne gå til prospektet for å vurdere ansvarsforholdet.³⁷

³⁵ Hensynet til en lojal oppfølging av EØS-avtalen kan tale for at man utviser en viss varsomhet med å gi betydningsinnholdet i regelverk som bygger på EU-rett en særegen betydning gjennom signaler fra forarbeider.

³⁶ NOU 1996: 2, kap. 10.3.1.

³⁷ NOU 1996: 2, kap. 10 side 15.

Det påpekes videre at den effekten at man «låser ned» informasjonen som ble gitt, har vært tillagt vekt i utenlandsk rett. Det er imidlertid ingenting ellers i lovgivningen som tilsier at opplysningene i prospektet skulle vurderes på en annen måte enn bevismateriale ellers i norsk rett.

Prospektreglene pålegger private rettssubjekter plikter. Man kan derfor spørre om reglene bør tolkes med særlig henblikk på legalitetsprinsippet. Dette kan tilsi at man ved tvil velger det tolkingsalternativet som er minst inngripende for den private. Prospektreglene har imidlertid både en offentligrettslig og en privatrettslig side. Reglene pålegger private rettssubjekter forskjellige typer av informasjonsplikt i forhold til det offentlig, men skal også ivareta privates behov for opplysning. Dette kan tale for at de spesielle hensyn som gjør seg gjeldende når man er på legalitetsprinsippets område, ikke har særlig vekt når prospektreglene skal tolkes.

4.6 Forholdet mellom handel på primærmarkedet og vanlig avtale- og kontraktsrett

4.6.1 Tegningens status

Det er noe uklart hvilken status et prospekt har. Antaglig er det intet «tilbud» i avtalerettslig forstand, men heller en oppfordring til investorene om å komme med tilbud.³⁸ Dette kan imidlertid bare være et utgangspunkt. Skulle det fremgå av prospektet at det har vært meningen å fremsette et bindende tilbud, vil tilbyderer bli bundet.

Uansett om prospektet ses på som et bindende tilbud fra utsteder eller om utsteder først blir bundet på et senere tidspunkt, inneholder transaksjonen en grunnleggende avtalerettslige struktur. Aksjetegningen etablerer et gjensidig bebyrdende forhold mellom aksjetegner og selskap. Handelen skjer frivillig og partene vil også ofte være kjent for hverandre. Disse faktorer taler for at enkelte generelle avtalerettslige og kontraktsrettslige prinsipper kan gi veiledning når innholdet av opplysningsplikten i

³⁸ Bergo, Børs- og verdipapirrett, 1998, side 391 flg. og Aarum, Styremedlemers erstatningsansvar i aksjeselskaper, 1994, side 416.

prospekt skal fastlegges. Dette kanskje særlig ved rettslige spørsmål som ikke er løst positivt i lov eller rettspraksis.³⁹

4.6.2 Utsteders opplysningsplikt versus tegners undersøkelsesplikt

En særegenhet ved børsretten er den betydelige opplysningsforpliktelsen som er pålagt selskapet. Utgangspunktet er at det er avtalefrihet i Norge, derfor foreligger det normalt ikke noen rettslig plikt for realdebitor til å gi opplysninger om det formuesgodet som skal selges, så lenge realdebitor gjør realkreditor oppmerksom på at han ikke vil komme med opplysninger. Dette er imidlertid sjelden et problem, nekter selger å gi opplysninger vil han få vansker med å finne en kjøper. Et resultat av dette er at lovgiver vanligvis ikke har funnet det nødvendig å sanksjonere regler med detaljerte bestemmelser for hva realdebitor plikter å opplyse om ved handel generelt. De detaljerte prospektreglene er et slikt unntak fra hva som er vanlig og trenger derfor en begrunnelse. En årsak kan kanskje ligge i formuesgodets særlige karakter. De fleste formuegoder er lettere å undersøke, og kjøper vil vanligvis ha større mulighet for å få et inntrykk av salgsgjenstanden. Et selskap kan det derimot være vanskelig og ressurskrevende å få god oversikt over. Enkelte andre spesielle hensyn er det gjort rede for under kapittelet om reglenes formål, jf. 4.5.4.

Prospektreglene sier ingenting om investorenes egen undersøkelsesplikt, men det kan i alle fall kreves at investor har lest prospektet. I UfR 2002 side 2067 (Hafnia-dommen) var det spørsmål om forhold som ikke hadde blitt behandlet i prospektet skulle anses avhjulpet gjennom at opplysningene var gitt til pressen. Sø- og Handelsretten mente at de supplerende opplysningene som var meddelt pressen, ikke kunne tillegges vekt ved vurderingen av om prospektet oppfylte lovens krav til informasjon. Retten anså at ett av formålene bak reglene, var at investorene skulle kunne holde seg til opplysningene i prospektet, eventuelt supplert med børsmeldinger for begivenheter i tiden mellom utstedelse av prospektet og tegningsperiodens avslutning.⁴⁰ Også hensynet til utenlandske aksjonærer ble fremhevet. Utenlandske aksjonærer kunne etter Sø- og

³⁹ At det kan være fruktbart med analogier mellom børsrett og vanlig kontraktsrett har bl.a. vært fremhevet av J. L. Hansen i hans avhandling «Informationsmisbrug». Her gjør Hansen det til et poeng at børsrettslige bestemmelser skal fastlegges ut fra «markedsorientert fortolkningsprinsipper», dette er prinsipper som skal understøtte markedets funksjon. Vanlige kjøpsrettslige og avtalerettslige bestemmelser er etter Hansens mening resultat av slike prinsipper og kan derfor brukes som et viktig fortolkningsbidrag til de børsrettslige bestemmelsene, se særlig avhandlingens side 1.

⁴⁰ UfR 2002 side 2260.

handelsrettens mening ikke forutsettes at fulgte begivenhetene i dansk presse.⁴¹ Dansk høyesterett kom imidlertid til motsatt resultat og mente det kunne legges vekt på hva som ble omtalt i media.

4.7 Forholdet mellom opplysningsplikten og aksjenes underliggende pris

Ved introduksjoner vil det kunne oppstå usikkerhet omkring hva et selskap er verdt. Dette vil særlig gjelde hvis det har vært liten omsetning i verdipapiret forut for noteringen og gjelder ikke minst hvis selskapet bare har hatt noen få eller bare én aksjonær. I et slikt tilfelle vil kursen være mer sårbar enn ellers for manipulasjon og utilbørlig påvirkning samtidig som dette ofte kan være vanskelig å bevise.⁴² Reelle hensyn kan derfor tale for at der selskapet legger seg på et objektivt sett høyt prisnivå, vil også kravene skjerpes til at prospektet innehar en høy grad av objektivitet og nøkternhet. Teoretisk vil et opplysningsregime som fungerer helt etter sin hensikt om å gi investorene full informasjon om alle relevante forhold, tvinge utsteder til å utlevere seg selv.

Det er i norsk rett ingen klar rettsregel om at prisen ved offentlige tilbud ikke skal være «urimelig», og når det er et spekulativt formål bak aksjehandelen kan man vel si at den misfornøyde kjøper ikke vil ha noe krav på heving eller erstatning alene på grunn av at handlen i ettertid viste seg å være svært dårlig. Har investorene fått full informasjon om selskapet og alle sider ved dets virksomhet gjennom prospektet, er det en nærliggende tanke at det er investors egen risiko hvis han har puttet pengene sine i en oppblåst boble. Slik sett inneholder også prospektreglene en mulighet for selger eller utsteder til å sikre seg mot ubehageligheter i etterkant.

4.8 Nærmere om den generelle regelen i børsforskriften § 14-1

Den grunnleggende norm for børsprospekter fremgår av bf § 14-1, som angir en slags generell standard. Bestemmelsens overskrift er «Prospektets formål». Dette kan tale for at innholdet i regelen også kan virke som en veiledning når grenser for andre skjønsmessige bestemmelser om prospekt i børsforskriften skal fastsettes. Børsforskriften inneholder langt på vei tilsvarende regler som vphl § 5-5 første og ledd. Denne reglen gjelder både for børsnoterte og ikke

⁴¹ UfR 2002 side 2218 flg. (gjengivelse av Sø-og Handelsrettens dom).

⁴² Dette vil f.eks. kunne gjøres ved at enkelte aktører handler med hverandre etter avtale.

børsnoterte selskaper. Vphl § 5-5 kommer imidlertid ikke til anvendelse der prospektplikten kun følger av børsforskriftens regler, jf. kap 4.2.

Bestemmelsen er nærmest en ordrett oversettelse av Rdir. 80/390, art. 4, men en forskjell er at i den norske oversettelsen av direktivet er ordene «... de opplysninger ...» brukt, mens det i bf § 14-1 er brukt ordene «... alle opplysninger ...». Avviket er ikke kommentert i forarbeidene, det er dermed usikkert om det har vært meningen å påvirke realiteten i innholdet.

Bf § 14-1 angir i første punktum bl.a. at prospektet «skal opplyse om alle forhold som, avhengig av særlige forhold hos selskapet, er nødvendige for at investorene og deres investeringsrådgivere skal kunne foreta en velfundert vurdering av selskapets aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter, og av rettigheter knyttet til aksjen». Bortsett fra «rettigheter» knyttet til aksjen er det naturlig å forstå ordlyden slik at de andre vurderingsmomentene er knyttet til selskapet og ikke til selve aksjen. Dette vil ofte ikke innebære noen særlig forskjell siden selskapets stilling vanligvis vil avspeile seg i aksjekursen. Unntak kan imidlertid tenkes, men mange av disse vil antagelig fanges opp av de kasuistiske reglene i bf kap 15.

Man kan spørre om hensiktsmessigheten av at forholdene i første punktum er knyttet til selskapet og ikke aksjen. For de fleste investorer vil vel det mest avgjørende for investeringsbeslutningen være aksjekursens utvikling og ikke selskapets. Et av de viktigste hensynene bak prospektreglene er å ivareta investorenes behov. Dette kan tale for at bestemmelsen ikke tolkes på en måte som gir selskapet rett til å unnlate å gi opplysninger som vil ha stor betydning for kursen, men ikke for selskapet hvis en slik situasjon skulle oppstå.⁴³ Bestemmelsen bygger på EUs Rdir 80/390, 1. avsnitt, art 4. Også etter denne bestemmelsen er momentene knyttet til selskapet og ikke selskapets aksjekurs.

⁴³ Et eksempel på et forhold som kan være positivt for selskapet, men negativt for kursen kan være at en leder som er kjent for å være dyktig på drift, men for å ta lite hensyn til aksjonærene, ansettes i en ledende stilling i selskapet.

Når grensene for opplysningsplikten etter bf § 14-1 skal trekkes, er det som før påpekt ikke nevneverdig praksis. Det finnes imidlertid en del praksis og noe juridisk teori om den generelle standarden for selskapenes løpende opplysningsplikt til børsen. Denne er hjemlet i bf § 5-2 som igjen har hjemmel i børs l § 5-7. En årsak til at det finnes mer stoff om dette emnet kan være at det ikke er utformet så mange kasuistiske bestemmelser om forholdet. Det kan da være et større behov for å få trukket opp de generelle linjer for regelen. En annen årsak kan være at prospektene ofte utarbeides gjennom et løpende samarbeid mellom børsen og utsteder.

Spørsmål om i hvilken grad bestemmelsen om selskapets løpende opplysningsplikt kan være en hjelp for fastleggelsen av innholdet i bf § 14-1, blir nærmere behandlet i 4.9. Den videre drøftelsen forutsetter at forholdet ikke faller inn under noen av de spesifikke bestemmelsene i bf § 15, § 16 eller § 18.

4.9 Prospektplikten ved offentlig tilbud sett i forhold til selskapenes løpende informasjonsplikt

Mange av de samme hensyn som begrunner den løpende opplysningsplikten, gjør seg også gjeldende ved emisjoner og introduksjoner.⁴⁴ I begge tilfeller ønsker man å gi investorene et forsvarlig grunnlag for sine investeringsbeslutninger og hindre at aktører med mer informasjon enn andre utnytter denne til å berike seg selv. Det er imidlertid også enkelte forskjeller. En transaksjon på sekundærmarkedet mellom en selger A og kjøper B, kan medføre en reell formuesforskyvning. Dette hvis selskapet satt med informasjon med betydning for kursen som burde vært offentliggjort før transaksjonen fant sted. Samfunnet som helhet er imidlertid blitt hverken fattigere eller rikere av at B led tap eller fikk gevinst ved at opplysningene ble offentliggjort for sent. Dette med unntak av den eventuelle svekkede tilliten til markedet generelt som bruddet på informasjonsforpliktelsen kan medføre. Primærmarkedet har imidlertid en viktig samfunnsøkonomisk funksjon ved at det kanaliseres ny kapital til næringslivet. Uriktige opplysninger ved kapitalutvidelser kan dermed føre til at kapitalen ikke

⁴⁴ For en gjennomgang av selskapers løpende opplysningsplikt se Sæbø, *Innsidehandel med verdipapir*, 1995, side 476 flg. og Østensen, *Børsnoterte selskapers løpende opplysningsplikt*, 1998, side 43 flg.

går til de «beste» selskapene. Slik har informasjonsplikten ved emisjoner også et viktig samfunnsøkonomisk aspekt.

I teorien har enkelte hevdet at mekanismene i primærmarkedet har en større likhet med de som gjelde ved vanlig kjøp og salg av formuesgoder. Det er lagt vekt på at selskapet ved emisjoner har en egeninteresse av å gi informasjon for å tiltrekke seg investorer.⁴⁵ På sekundærmarkedet derimot har ikke selskapet lenger en slik opplagt egeninteresse av å komme med informasjon. Det er derfor understreket at det er sekundærmarkedet som har et særlig behov for rettslig intervensjon i form av en informasjonsforpliktelse. Fra en annen synsvinkel kan det imidlertid fremheves at det er vel så mye i primærmarkedet investorene har behov for en særegen rettslig beskyttelse. I tilfeller hvor selskapets videre drift er avhengig av ny kapital, kan selskapets ledelse og andre ansatte ha ett incitament til å fremstille situasjonen bedre enn den er slik at investorene våger å investere.

Etter ordlyden i bf § 5-2 første ledd er selskapet i utgangspunktet forpliktet til å gi børsen informasjon hvis det foreligger opplysninger som må antas å være av «ikke uvesentlig betydning» for selskapets aksjekurs. Vurderingstemaet er altså knyttet til selskapets aksjekurs og ikke som i bf § 14-1 knyttet til selskapet. Etter ordlyden vil det altså teoretisk kunne oppstå tilfeller hvor selskapet har opplysningsplikt etter bestemmelsen om den løpende opplysningsplikten, men ikke etter prospektplikten. En slik forståelse vil imidlertid kunne ha enkelte uheldige konsekvenser.

⁴⁵ J. L. Hansen, «Informationsmibrug» side 70 flg.

At et selskap gjør en emisjon vil i utgangspunktet ikke være et forhold som leder til at den løpende opplysningsplikten skulle bli innskrenket. Hvis den løpende opplysningsplikten i enkelte tilfeller går lenger, ville de interesserte investorene måtte orientere seg i alle løpende børsmeldinger for å vite om de var oppdatert. Går imidlertid prospektplikten lengst, vil investor vite at all relevant informasjon på offentliggjøringstidspunktet var i prospektet.⁴⁶ Hensynet til investorene kan dermed tale for at prospektplikten ikke rekker kortere i noen situasjoner enn den løpende informasjonsplikten.

Også enkelte andre hensyn kan tale for at opplysningsplikten ved emisjoner og eller introduksjoner i enkelte tilfeller går lenger enn selskapenes løpende opplysningsplikt. Ved et spredningsalg knyttet til en børsintroduksjon vil selskapet kunne fremstå som ukjent for mange. Man har heller ikke hatt muligheten til å se hva markedet mener selskapets verdi bør være på samme måte som ved et selskap hvis aksjer har vært omsatt en stund. Investorene vil derfor kunne ha spesielt behov for informasjon.⁴⁷

Ønsker et selskap som alt er børsnotert å gjøre en emisjon, er det ofte satt i gang tiltak for å tiltrekke seg nye investorer. Disse vil kanskje ha lite kjennskap til selskapet fra før, og det kan derfor være naturlig at informasjonskravet i slike tilfeller er noe mer omfattende og detaljert enn hva som følger av selskapets løpende informasjonsplikt.

Ordlyden som beskriver vesentlighetskriteriet i bf § 5-2, er kanskje litt kronglete. Slik jeg leser bestemmelsen, er det ikke et krav om at opplysningen må antas å være av «vesentlig» betydning for selskapets aksjekurs, men et krav om at opplysningene ikke gjelder forhold som bare ville påvirket kursen ubetydelig.

Vesentlighetskravet etter bf § 14-1 er som sagt knyttet til ordene «...» alle forhold som ... er nødvendige». Ut fra ordlyden vil vel denne bestemmelsen oppfattes

⁴⁶ Jeg ser her bort fra de tilfeller selskapet kan ha plikt til å gi opplysninger etter at prospektet er offentliggjort, jf. vphl § 5-5 annet ledd.

⁴⁷ Slik også Sæbø, Innsidehandel med verdipapir, 1995, side 478.

som at den setter vesentlighetskravet lavere enn hva bestemmelsen i bf § 5-2 gjør. Dette gjør antagelig at opplysningsplikten etter § 5-2 i praksis sjelden vil omfatte begivenheter som ikke også faller inn under bf § 14-1, tross det forskjellige vurderingstemaet.

Oppsummeringsvis kan det slås fast at ordlyden taler for at prospektplikten i de fleste tilfeller går lenger, men at teoretiske unntak kan tenkes. Reelle hensyn taler imidlertid for at den løpende opplysningsplikten ikke er mer omfattende enn opplysningsplikten som følger av prospekt. Av dette kan man anta at praksis rundt den løpende opplysningsplikten i alle fall normalt vil kunne ha relevans for fastleggelse av prospektplikten.

4.10 Avgrensing av bf § 14-1

4.10.1 Avgrensing mot generell markedsinformasjon

Ordlyden i bf § 14-1 angir en omfattende informasjonsforpliktelse for selskapet. Bestemmelsens uttrykk om at det skal opplyses om «alle forhold» som er nødvendig for at investorene skal kunne foreta en vurdering av selskapet og dennes utsikter kan i prinsippet tenkes å omfatte enorme mengder informasjon. Dette gjelder ikke minst generell markedsinformasjon. Dette er forhold som kan påvirke selskapets stilling, men som er av en slik generell karakter at det ikke er naturlig å opplyse om det i et prospekt. Eksempler på generell markedsinformasjon kan være terror, krigsutbrudd, naturkatastrofer eller at et næringsfiendtlig parti gjør et brakvalg.

Informasjon som bare har betydning for ett selskap, vil være så selskapspesifikt en opplysning kan være. Opplysninger som berører alle selskaper, vil være den teoretiske motsetningen.

Ordlyden i bf § 14-1 avgrenser ikke eksplisitt mot generelle markedsfaktorer, bestemmelsen sier at det skal opplyses om «... alle forhold som, avhengig av særlige forhold hos selskapet, er nødvendige ...». Muligens er *særlige forhold hos selskapet*, en henvisning til at opplysningsplikten begrenses til å gjelde selskapspesifikke forhold. Dette gir imidlertid liten veiledning når den nærmere

grensen skal trekkes opp. Heller ikke de EU-rettslige eller norske forarbeidene gir veiledning til spørsmålet om hvordan grensen skal bestemmes. Spørsmålet har imidlertid blitt noe omtalt i teorien i forbindelse med tilsvarende problemstillinger i annenhåndsmarkedet.

Sæbø tar til ordet for at avgrensningen mot generell informasjon på annenhåndsmarkedet bør begrenses til opplysninger som både formelt og reelt er generelle.⁴⁸ Det vil si at opplysningsplikt også foreligger hvis få selskaper berøres av generelle markedsfaktorer.

Hvis man tar utgangspunkt i vanlig avtalerett og kontraktsrett vil vurderingen være at opplysningsplikten bare gjelder der selskapet forutsettes å ha eller burde ha spesielle kunnskaper om markedsfaktorene i forhold til medkontrahenten. Etter avtl § 33 er det et vilkår for ugyldighet at løftegiveren hadde eller burde hatt kunnskap om omstendighetene som forårsaker ugyldigheten. Med dette som et tolkningsmoment vil et selskap vanligvis ikke være forpliktet til å foreta spesielle undersøkelser om markedsfaktorer de ikke pleier å befatter seg med i forbindelse med emisjonen. Har imidlertid selskapet kunnskap om at markedsforholdene vil utvikle seg negativt, vil det foreligge en plikt til å opplyse konkret om dette. Vage uttrykk om at det foreligger usikkerhet kan ikke her være nok.

Ordlyden i bestemmelsen avgrenser som sagt ikke selv mot generell markedsinformasjon eller investors egen undersøkelsesplikt. All oppmerksomhet rettes mot utsteder. Av forarbeiden fremgår også at hensynet til investor har vært fremtredende, jf. kap. 4.5, særlig 4.5.4. Man bør derfor kanskje være varsom med å tolke selskapets opplysningsplikt så snevert at den bare gjelder der selskapet har en spesiell kunnskap i forhold til investorene, men også legge vekt på hva slags opplysninger investorene i praksis har bruk for. Heller ikke investorene vil ha interesse av for mye informasjon. Et veldig omfattende prospekt hvor alle mulige sammenhenger mellom hendelser og selskapets utvikling er beskrevet, vil lett kunne ta oppmerksomheten vekk fra den sentrale informasjonen.

⁴⁸ Sæbø, Insidehandel med verdipapir, 1995, side 490 flg. se særlig 492 første avsnitt.

4.10.2 Krav til opplysningens betydning og sikkerhet

Ved spørsmål om hva som er nødvendige opplysninger, må det også trekkes en grense mot forhold som er usikre. Dette gjelder både i forhold til konkrete begivenheter, som muligheten for at et selskap får en kontrakt og mot forhold av mer generell karakter, som hvilke økonomisk utsikter selskapet har. En avgrensning må også trekkes mot informasjon som er for bagatellmessig til at den omfattes av opplysningsplikten.

4.10.3 Vesentlighetskravet

Selv om bestemmelsen bruker uttrykket «alle forhold», må det innfortolkes et vesentlighetskrav. Dette kan også følge av ordet «nødvendige», jf. bf § 14-1. Spørsmålet er da hvor grensen går for hvilke opplysninger som ikke regnes som «nødvendige», slik at de ikke er omfattet av opplysningsplikten.

I forbindelse med drøftelsen av problemstillingen kan det sondres mellom forhold som kan måles direkte økonomisk, og forhold av mer indirekte økonomisk betydning. Førstnevnte vil typisk være opplysninger om gevinster ved salg, kontraktinngåelser eller at et selskap får rettet et krav mot seg. I slike tilfeller vil det ofte være enkelt å se hvilken økonomisk betydning forholdet har. Ved andre forhold av ikke direkte økonomisk art, vil det være langt vanskeligere å trekke opp klare grenser for når vesentlighetskravet er oppfylt.

Spørsmålet om hvor grensen går for når opplysningsplikten utløses ved rene økonomiske forhold har ikke vært oppe i domspraksis, men en tilsvarende problemstilling har vært behandlet i Børsklagenemda vedrørende selskapenes løpende opplysningsplikt. I teorien har vesentlighetskravet i forbindelse med den løpende opplysningsplikten vært behandlet av Cecilie Østensen.⁴⁹ Hun tar her for seg hvor økonomisk betydelig en avtale må være for at opplysningsplikten uttløses. Etter å ha sett på Børsstyret og Børsklagenemdas praksis synes hun å mene at opplysningsplikten utløses når kontraktsummen ligger på over ti prosent av selskapets børsverdi og at den ikke utløses hvis kontraktsverdien er under ca

⁴⁹ Østensen, Børsnoterte selskapers løpende opplysningsplikt, 1998, side 43 flg. se særlig side 88.

en prosent av børsverdien. Transaksjoner mellom disse grensene skal ikke være behandlet av Børsstyret eller Børsklagenemda. Som Østensen selv påpeker, kan slike grenser ikke være absolutte, noe som ville kunne føre til omgåelser fra selskapenes side. Videre kan det være vanskelig å fastsette avtalens betydning presist.

I den såkalte Hydro-saken som angikk salg av DnCs aksjer i Saga Petroleum til Norsk Hydro, var kontraktsummen 0,7 % av børsverdien for Hydro. Etter Børsklagenemdas vurdering var dette i seg selv ikke nok til å utløse opplysningsplikt. For DnC utgjorde derimot kontraktsummen ca 10 % av børsverdien. Dette ble ansett å utløse opplysningsplikt. Det avgjørende var om man sto overfor opplysninger som var «ikke uvesentlige» ved fastsettelse av aksjekursen. Opplysningsplikten ved kontraktinngåelser må imidlertid også ses i sammenheng med andre faktorer enn børsverdien; den eventuelle fortjenesten eller tapet kontrakten antas å innebære vil også være viktige momenter.

Ved opplysninger som ikke lar seg kvantifisere økonomisk, vil vurderingen av om opplysningsplikt utløses etter bf § 14-1 bero på et bredt skjønn.⁵⁰ Ofte vil det kunne være en flytende overgang mellom faktorer som har direkte og indirekte økonomiske konsekvenser. Typiske faktorer av ikke direkte kvantifiserbar art kan være en samarbeidsavtale med et prestisjefyllt selskap, markedsposisjonering eller at et selskapet etterforskes for brudd på offentligrettslige bestemmelser.⁵¹ Et eksempel på et forhold av ikke direkte økonomisk betydning som dansk høyesterett mente var omfattet av prospektplikten, kom frem i Hafnia-saken. Her hadde det danske finanstilsynet rett før emisjonen krevd en ekstraordinær undersøkelse av Hafnias garantiavdeling. Undersøkelsen skulle gjøres av en advokat utpekt av tilsynet. Dette var det ikke opplyst om i prospektet.

Dansk høyesterett mente ledelsen i Hafnia ikke hadde hatt noen grunn til å tro at undersøkelsen ville medføre ytterligere økonomiske avsetninger, men uttalte at Hafnias ledelse likefullt burde opplyst om granskningen i prospektet, siden en

⁵⁰ I Hydro-saken fant børsklagenemda at Hydro ikke hadde oppfylt sin informasjonsplikt. Selv om avtalens økonomiske betydning isolert ikke utløste opplysningsplikt var denne sammenholdt med avtalens strategiske betydning nok til at opplysningsplikten ble utløst.

⁵¹ For en drøftelse av opplysningsplikten på annenhåndsmarkedet ved avtaler av strategisk betydning se Østensen, Børsnoterte selskapers løpende opplysningsplikt, 1998, side 89 flg.

slik undersøkelse var usedvanlig.⁵² Selv om retten ikke gir en mer utfyllende begrunnelse, kan dommen kanskje tolkes dit hen at der det er konkrete forhold som tilsier at det kan stilles spørsmål ved selskapets troverdighet, har selskapet plikt til å opplyse om dette i prospektet. For øvrig vil ikke-økonomiske forhold som omfattes av opplysningsplikten, kunne oppstå i så mange forskjellige situasjoner at det ikke er meningsfylt å prøve å gi noen kasuistisk oppramsing av tilfellene.

4.10.4 Krav til opplysningens sikkerhet

I den videre drøftelsen vil jeg se på hvordan bf § 14-1 forholder seg til forhold som er omfattet av usikkerhet, og om det finnes krav om at det skal foreligge noen bestemt grad av sansynlighet før bedriften plikter å opplyse om forholdet. Til slutt vil jeg behandle usikkerhet knyttet til fremtidige utvikling.

Mange forhold ved en bedrift kan være mer eller mindre usikre. Det som begynner med en uforpliktende forespørsel, utvikler seg til å bli en gullkantet forpliktende avtale. Ved et oppkjøp av et IT-selskap viser det seg kanskje etter et par år at goodwillen som denne transaksjonen medførte må nedskrives raskere enn opprinnelig antatt på grunn av generelt dårligere prising av IT-sektoren. Usikkerhet kan også skyldes interne faktorer. Det kan f.eks. være en flytende overgang i den interne beslutningsprosessen fra et forhold ledelsen «vurderer» til en beslutning er vedtatt.

Spørsmålet er så om også usikre forhold er omfattet av prospektplikten og eventuelt om det kreves en viss grad av fasthet før det omfattes av bf § 14-1. Etter ordlyden i § 14-1 er vurderingstemaet knyttet til ordet «forhold» som er nødvendig for å vurdere selskapet. Ordet «forhold» omfatter etter en språklig fortolkning også usikre omstendigheter. Også kravet i bf § 14-1 om at selskapet plikter å gi informasjonen som sette investor i stand til å vurdere selskapets «utsikter», taler for at selskapet har en plikt til å informere om usikre forhold.

⁵² UfR 2002, side 261 flg.

I Vital-saken fastslo Børsklagenemda at det forelå opplysningsplikt i et tilfelle hvor det ble ført seriøse diskusjoner om overtagelse av selskapet, dette selv om det ikke forelå noe formelt tilbud.⁵³ Saken gjaldt imidlertid den løpende opplysningsplikten.

Det neste spørsmålet blir om det usikre forholdet må ha en viss grad av sannsynlighet for at utstederselskapet skal ha plikt til å opplyse om forholdet i prospektet.

Ordlyden i bf § 14-1 ville tale for at sannsynlighetsgrensen, om en slik finnes, ble satt lavt. Et lite sannsynlig forhold som kan bli avgjørende for selskapets økonomi, vil jo ofte være av interesse for investorene. Samtidig vil en fast sannsynlighetsgrense kunne være byrdefullt for selskapet som da ville fått opplysningsplikt også for usikre bagatellmessige forhold.

En mer praktisk forståelse av reglene er kanskje å se sannsynligheten i sammenheng med hvor betydningsfullt forholdet er. Denne doktrinen er blitt lagt til grunn i Børsklagenemda angående selskapenes løpende opplysningsplikt.⁵⁴ Ønsket om å få informasjon om de «viktigste» opplysningene, samt å slippe usikre bagatellmessige opplysninger vil antagelig også gjøre seg gjeldende på primærmarkedet slik at doktrinen har en berettigelse her.

Også i USA har tilsvarende spørsmål blitt løst ved at det både legges vekt på forholdets betydningsfullhet og på hvor sannsynlig det er for at forholdet vil inntre. Vurderingen gjøres etter den såkalte «probability-magnitude»-standarden.⁵⁵ Denne doktrinen ser den usikre opplysningen i sammenheng med hvor viktig det vil være for selskapet hvis opplysningen skulle slå til. Dette medfører at jo større grad av betydning for selskapet den usikre faktoren utgjør, desto mindre grad av sannsynlighet trenger å være til stede for at plikten til å opplyse om forholdet i prospektet vil inntre. I den domstolskapte doktrinen ligger det også en lavere terskel for at opplysningsplikten skal utløses hvis innholdet er negativt. Dette er gjort ut fra det synspunkt at det er viktigere at kjøper eller tegner ikke blir skuffet i sine forventninger enn at selger går glipp av maksimal pris.

⁵³ Børsklagenemdas avgjørelse 2/97, (Vital-saken).

⁵⁴ Børsklagenemdas avgjørelse 1/89, (Hydro-saken).

⁵⁵ SEC v Texas Gulf Sulphur 1968 og Basic Inc v Levinson, 108 S Ct 78.

4.10.5 Fremtidig utvikling

Selskapene vil ofte være verdsatt ut fra forventninger om en bestemt fremtidig utvikling. Når markedet skal vurdere et slikt selskap, vil ledelsens egne uttalelser og kalkyler om hvordan de vurderer den fremtidige utviklingen, ofte være helt avgjørende for verdivurderingen av selskapet. Dette vil kunne stille strenge krav til ledelsen redelighet i et økonomisk presset selskap, da offentliggjøring av negative, usikre forhold kanskje vil kunne føre til at investorene velger å avstå fra å delta.

I bf § 14-1 nevnes som sagt «utsikter ... knyttet til selskapet» som en av vurderingene investorene skal settes i stand til å gjøre på bakgrunn av opplysningene gitt i prospektet. Ordlyden kan isolert tale for at selskapet har en plikt til å anslå den fremtidige økonomiske utviklingen, og fremtiden vil som kjent alltid være beheftet med mer eller mindre usikkerhet.

Bf § 14-1 må også ses i sammenheng med bf § 15-2. 1. 2, her er det bl.a. stilt krav om at det skal opplyses om «... utviklingen i selskapets virksomhet etter avslutningen av det regnskapsår som omfattes av siste offentliggjorte årsregnskap». Bestemmelsen stiller krav om at det alltid skal gis opplysninger om en del bestemte forhold, men inneholder også en generell formulering om at selskapet plikter å opplyse om andre forhold angående driften av «... vesentlig betydning». Skulle selskapet velge å gi informasjon om hvordan fremtiden vurderes, følger det av ordlyden i bf § 15-2 punkt 1. 2. siste ledd et krav om at det ved informasjon om økonomiske fremtidsutsikter også blir gitt informasjon om hva disse bygger på.

Et kasuistisk eksempel angående bestemmelsen ble behandlet i UfR side 2261 (Hafnia-dommen). Spørsmålet var om selskapet pliktet å opplyse om årets budsjett når dette var utarbeidet. De danske reglene bygget på den dagjeldene prospektbekendtgjørelse nr 709 af 18. oktober 1990, § 1. Denne var nærmest identisk med den norske bf § 14, men hadde ordlyden «... de opplysninger ...» i stedet for «... alle opplysninger ...» som i den norske bestemmelsen.⁵⁶ Videre bygget de på vedlegg A, kap. 7, til Rdir.80/390, som er identiske med den norske reglen i bf § 15-2.1.2. Dansk høyesterett fastslo at: «...

prospektbekendtgørelsen ikke stiller krav om, at et prospekt skal indeholde oplysning om budgettet for det løpende regnskapsår ...».

Ut fra ordlyden isolert skulle man kanskje tro at det ville vært naturlig å la budsjettet falle inn under ordet «utsikter», jf. prospektbekendtgørelsens § 1. Retten utdyper ikke sitt standpunkt ytterligere, det er derfor vanskelig å vite noe hva slags vurderinger som ligger bak en slik restriktiv tolkning.

Standpunktet er kritisert av Mikael Bernhoft, som mener at det i plikten til å gi opplysninger om «utsiktene» til det løpende regnskapsåret burde vært innfortolket en plikt til å opplyse om det løpende årets budsjett når et slikt er utarbeidet.⁵⁷ Bernhoft anser de børsrettslige reglene til å ha karakter av rammelovgivning, og at en slik snever tolkning derfor ikke var på sin plass.

I en gammel dom (Rt. 1915 side 265) som riktig nok gjaldt spørsmålet om ugyldig tegning, blir det drøftet om uttalelser om et foretaks fremtidige utvikling i tegningsinbydelsen kunne føre til ugyldighet. Høyesterett sondret mellom grunnlaget for den fremtidige utviklingen og slutningen utledet av dette grunnlaget. Etter rettens mening ville investorene bare ha et krav hvis det heftet uriktigheter ved det faktiske grunnlaget, mens utledningen fra grunnlaget fikk være investors egen risiko.

Høyesterettsdommes høye alder, samt den omfattende nye lovreguleringen som har kommet til etter at dommen ble avsagt, gjør at man nok ikke bør legge stor vekt på avgjørelsen. Skillet mellom opplysninger om grunnlag og slutningen trukket fra dette vil også ofte være flytende.

4.11 Aktsomhetsnivået ved verdivurderingen

Skjønnets utvises ved verdsettelsen av eiendelene i selskapet, vil kunne være av stor betydning for verdifastsettelsen. Dette gjelder særlig for bedrifter som ennå ikke er kommet i komersialiseringsfasen. Ved vurderingen av forskningsresultater, patenter og andre immaterielle verdier vil det ofte hefte stor usikkerhet.

⁵⁶ Ordlyden i den danske reglen er dermed her identisk med den i EU-direktivet.

⁵⁷ Bernhoft, Hafnia-dommen, 2002, side 341. Bernhoft var advokat for en av saksøkerne i Hafnia saken.

Et av tvistepunktene i Hafnia-saken gjaldt om opplysningene om den såkalte merverdien hadde vært misvisende. Bakgrunnen var at Hafnia hadde ervervet store eierandeler i henholdsvis forsikringsselskapene Baltica og Skandia. Ved verdsettelsen av disse aksjepostene ble ikke den aktuelle børskurs lagt til grunn. I stedet la man til grunn at aksjene kunne selges til over børskurs, dette siden postene på grunn av sitt omfang skulle ha spesiell strategisk verdi. Differansen mellom den faktiske verdien, slik den kom til uttrykk gjennom børskursen, og den høyere hypotetiske verdien, slik den kom til uttrykk i prospekte ble kalt «merverdien». Merverdien knyttet til Baltica og Skandia ble anslått til 1,3 milliarder danske kroner. I Sør- og Handelsrettens dom, gjengitt i UfR 2002, side 2218 flg. (se særlig side 2222), blir disse opplysningene bedømt som uansvarlige, dette særlig på bakgrunn av at Hafnia ledelsen ikke kjente til aktuelle kjøpere som var villige til å betale for noen slik merverdi.

Dansk høyesterett var imidlertid uenig i dette. Begrunnelsen var at verdsettelsen hadde skjedd etter alminnelige prinsipper i bransjen og at det ikke var godtgjort at de ansvarlige for prospektet ikke selv trodde på verdivurderingen. Retten mente også at investorene var advart ved at det i prospektet var opplyst at Hafnia hadde hatt et betydelig kurstap på disse aksjene og at en leser av prospektet derfor måtte skjønne at det var knyttet betydelig usikkerhet til verdsettelsen av merverdien.

Hvis man skal legge Høyesterets premiss til grunn om at verdifastsettelsen var i overenstemmelse med vanlig praksis i bransjen, må bransjepraksis kunne karakteriseres som ganske freidig. Merverdien bygger på en forutsetning om det faktisk finnes kjøpere som er villige til å betale over børskurs for aksjene. Når slike interessenter ikke hadde gitt seg til kjenne, tross aktivitet fra Hafnias ledelse for å finne en kjøper, kan merverdien vanskelig ses på som reell. Dette ikke minst på bakgrunn av at det var et utalt mål fra Hafnia ledelsens side om å kvitte seg med de strategiske postene innen kort tid. Vanlige tilbud- og etterspørselsmekanismer tilsier at hvis store poster sendes ut på det åpne markedet vil kursen kunne gå ned.

Det kan se ut som retten også egentlig mente at den skjønnsmessige verdsettelsen av «merverdien» var optimistisk. I dommen heter det nemlig at en leser av prospektet

måtte skjønne at det var knyttet betydelig usikkerhet til merverdien. Dette siden det var opplyst at kursen på de nevnte posten var falt siden Hafnias kjøp.⁵⁸ I prospektet selv var det imidlertid ingen direkte opplysninger om at det skulle hefte usikkerhet ved merverdien. Det må derfor antas at retten mener leseren bør lese under linjene at «merverdien» besto av relativt usikre verdier.⁵⁹

Prospektreglene inneholder som sagt ingen bestemmelser om investors undersøkelsesplikt. Men ut fra dommen kan se det se ut som retten pålegger investor å gjennomgå prospektet med et kritisk blikk.

Fra norsk lagmansrettspraksis (Agder lagmannsrett, 1993-00152) har man en dom hvor retten i motsetning til i Hafnia-dommen ikke fant praksis avgjørende. Et prospekt hadde gitt et galt bilde av tilstanden til et 12 år gammelt skip. Opplysningene om skipets stand var utarbeidet på bakgrunn av en inspeksjon fra en fagmann. Spørsmålet var om rederiet som var ansvarlig for inspeksjonen hadde fått utført inspeksjonen så grundige og omfattende som den burde være. Rederiet hevdet at inspeksjonen som var utført ikke avvok fra vanlig praksis; retten holdt dette for mulig, men mente det ikke var avgjørende og uttalte følgende:

«... rederiet bør anses erstatningsansvarlig, hvis vanlig praksis med hensyn til kjøpsinspeksjoner av skip i 1989 ikke holder for en kritisk vurdering. Sett fra investorenes side, særlig de uprofesjonelle, er det prinsipielt utilfredsstillende med inspeksjonsrutiner som ikke avdekker feil og mangler som vil kunne være avgjørende for deres engasjement i et prosjekt».

I samme dom kom retten også med generelle uttalelser om aktsomhetsnivået:

«Etter flertallets mening bør det stilles forholdsvis strenge krav til den informasjon som gis når det i et tilfelle som det foreliggende skal hentes inn kapital fra et åpent økonomisk marked til et prosjekt. Det gjelder både med hensyn til fullstendighet og pålitelighet. Kravet må skjerpes når informasjon

⁵⁸ UfR 2002, side 262.

⁵⁹ Jf. Bernhoft, Hafnia-dommen, UfR 2002 side 340 flg.

retter seg mot et uprofesjonelt marked. Det vises om dette bl.a. til RT-1926-471 flg. som gjaldt en aksjeinnbydelse og hvor Høyesterett uttaler at det må stilles strenge krav til aktsomheten med hensyn til faktiske opplysningers riktighet når man gjennom en aksjeinnbydelse går til almenheten for å få penger. I 1993, med vesentlig annerledes økonomiske forhold enn i 1926, er det enda større grunn til å stille krav til aktsomheten i slike tilfeller.»

Lagmansretten sier så videre at man antagelig ikke kan stille samme strenge krav der opplysningene ikke er av rent faktisk art, men av en vurderingsmessig karakter. I den konkrete saken ble imidlertid rederiet funnet ansvarlig. Tvisten som ble behandlet i lagmansretten, hadde oppstått før de någjeldende prospektregler var innført. Men dommen kan likevel ha en viss relevans siden man må anta at opplysningsplikten etter dagens regelverk ikke har blitt inskrenket ved den nye lovgivningen, jf. punkt 4.5.2. Faktum er såvidt forskjellig i lagmansrettens dom og Hafnia-dommen det er derfor vanskelig å trekke konkrete konklusjoner, men de generelle uttalelsene i lagmansrettens dom om at det stilles strenge krav til den informasjon som gis, kan være et uttrykk for at man etter norsk rett vil legge større vekt på hensyn til investor.

Både ordlyden i bf § 14-1 og i fortalen til Rdir 89/298, blir det lagt vekt på at investor skal kunne foreta en korrekt vurdering av investeringens risiko på bakgrunn av full kjennskap til realitetene. Dette oppnås best ved en forsiktig holdning til å godta at verdier bokføres til en høyere verdi enn det man kan oppnå slik markedet er på det aktuelle tidspunkt og dette selv om det skulle ha utviklet seg en praksis hvor dette er vanlig.

I media har det versert en del saker internasjonalt og nasjonalt hvor selskaper har måttet nedskrive egenkapitalen betraktlig etter at bl.a. verdier var blitt vurdert for høyt.⁶⁰ Selskaper har gjennom en slik praksis i lang tid gitt inntrykk av å gå langt bedre enn hva som har vært realiteten. Som følge av dette har ikke nødvendig omstilling blitt gjennomført før det er for sent og investorer kan ha blitt forledet til å tilføre kapital til selskaper som ikke kunne reddes. Med tanke på dette kan man bli litt

⁶⁰ I nasjonal sammenheng er Enitel-konsernets konkurs et godt eksempel på dette. Konsernet hentet inn 700 millioner våren 2001, 29 august samme år ble gjeldsforhandlingene åpnet. I revisors beretning av 7 juni, 2002, skriver statsautorisert revisor Per Ødegaard at han med alle mulige forbehold,

betenkt over at dansk høyesterett viser en såvidt liberal holdning til å godta at luftige verdier fremstilles som sikre og reelle. Det er å håpe at norsk praksis ikke kommer til å følge aktsomhetsnormen i Hafnia-dommen, men utvikle en noe mer restriktiv standard for hvordan økonomiske verdier skal fremstilles i prospekt.

4.11.1 Hafnia-dommens betydning for rettstilstanden

Etter Hafnia-emisjonen har det kommet et nytt dansk regelverk på børsrettens området. Dette skjedde da Danmark innførte sin verdipapirhandelslov med ikrafttreden 1. mai 1996. Denne endringen skal imidlertid først og fremst ha vært av strukturell art og eldre praksis skal fortsatt være relevant.⁶¹

Hafnia-dommen har et meget omfattende og godt belyst faktum og er meg bekjent den første sak i Skandinavia hvor landets øverste domstol har fått prøvet innholdskravet i de EU-rettslige direktivene som alle EØS-landene bygger sine prospektregler på. Slike saker kommer dermed ikke ofte opp, saken har også vært viet relativt stor medieoppmerksomhet i Danmark. Dette kan være faktorer som gjør at rettens standpunkt kanskje er spesielt gjennomtenkt.

Norske domstoler vil selvfølgelig foreta en selvstendig vurdering hvis tilsvarende problemstilling skulle komme opp her. Man kan frykte at fraværet av egen norsk rettspraksis om prospektbestemmelsene, kan være en faktor som gjør at norske domstoler vil se hen til avgjørelsen. Siden et prospektet godkjent av myndighetene i ett EU-land, automatisk vil gjøre at prospektet godkjennes i et annet EU- eller EØS-land, vil det dessuten være uheldig om kravet til innhold er forskjellig blant medlemslandene. Dermed kan hensynet til harmonisering tale for at det legges vekt på avgjørelsen. Det henvises videre til hva jeg skriver om utenlandsk rett betydning for norsk rett under kapittel 3.

4.12 Begrensninger i opplysningsplikten av hensyn til selskapet.

Etter vphl § 5-6 og bf § 14-3 har børsen blitt gitt dispensasjonsadgang for opplysninger som i utgangspunktet faller inn under opplysningsplikten i prospekt.

antar at de uprioriterte kreditorene har til gode mellom 4.400 og 4.000 millioner norske kroner og at dividenden vil bli på mellom 7 og 8 prosent.

⁶¹ Werlauff, Børsret, 1997, side 37 flg., Bernhoft, Hafnia-dommen, 2002, side 344.

Bestemmelsene hjemler bare en rett til dispensasjon i individuelle tilfeller. I relasjon til denne oppgaven er det verdipapirhandelslovens § 5-6 punkt 1 og 2 i som er relevante.

Bestemmelsen i vphl § 5-6 punkt 1 og bf § 14-3 punkt 1 er identiske. De kan virke noe overflødig siden det er krav for dispensasjon at opplysningene ikke skal kunne innvirke på de angitte vurderinger, i slike tilfeller vil vel opplysningene vanligvis ikke være omfattet av plikten etter bf § 14-1. Det kan imidlertid tenkes at bestemmelsen er ment å fange opp tilfeller hvor det som utgangspunkt følger opplysningsplikt av de spesielle reglene i bf § 15.

I vphls § 5-6 punkt 2 og bf § 14-3 punkt 2 andre alternativ er børsen gitt dispensasjonsadgang når opplysningsplikten kolliderer med selskapets interesser. I begge bestemmelsene er det et krav om at selskapet blir «alvorlig skadelidende» og at det ikke gjelder forhold som er av «vesentlig betydning» for vurderingen av aksjen.

Det kan stilles spørsmål om opplysninger som setter selskapet i et dårlig lys, kan unntas opplysningsplikten utelukkende fordi den er negativ for selskapet og slik kan gjøre at selskapet blir «alvorlig skadelidende». Eksempler på slike opplysninger kan være at selskapet har dårlig likviditet, eller at et produkts tekniske egenskaper ikke er som forventet. I forbindelse med dispensasjonsadgangen for den løpende informasjonsplikten har det i teorien vært hevdet at det ikke er nok at opplysningen er negativ for at den skal kunne unntas etter børsrettslige hensyn alene.⁶²

4.13 Investorstandarden

Prospektet vil i første rekke rette seg mot eksisterende aksjonærer eller nye potensielle investorer. Det vil imidlertid også bli gransket av alle andre som har interesse for selskapet eller selskapets økonomi. Dette kan være kreditorer, konkurrenter eller samarbeidspartnere.

⁶² Hansen, Informationsmisbrug, 2001. Det er her også påpekt at andre hensyn enn de børsrettslige kan tenkes spille inn, slik at det likevel gjøres unntak for opplysningsplikten. J L Hansen, bruker

Ved spørsmål om hvilke krav som skal stilles til prospektets form og innhold, vil det være av betydning hvem som er adressat.

Hva som må regnes som «nødvendig» informasjon etter bf § 14-1 vil variere etter hva slags kunnskap og forståelse for økonomi og aksjemarkedet mottageren av prospektet har. Spørsmålet er da om det finnes noen bestemt standard som skal legges til grunn og hvis så, hvilket kunnskapsnivå denne skal legge seg på.

I amerikansk rettspraksis har det blitt utviklet en objektivisert standard «den alminnelige investor». Denne forutsettes å ha en generell forståelse av finansmarkedet, samt at den reagerer rasjonelt på de opplysninger som gis.⁶³ Vil denne tenkte størrelse finne en opplysning nyttig for vurderingen av selskapet, vil opplysningsplikten i amerikansk rett som utgangspunkt inntre.

Det finnes ingen bestemmelser i norsk lovgivning som berører spørsmålet direkte. Ordlyden i vphl § 5-5 angir imidlertid at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av selskapets økonomiske stilling. Det har i teorien blitt argumentert for at man i kravet til at investor skal kunne foreta en «velfundert vurdering», må infortolke et krav om at opplysningene gis i en form som letter analysen og forståelsen mest mulig.⁶⁴

I forarbeidene blir det angitt at prospekter «i første rekke må anses av interesse for verdipapirforetakene og de profesjonelle investorene».⁶⁵ Også i praksis synes norske prospekter å være utformet med hensyn til en megler eller analytiker-standard.⁶⁶

Når en analytiker-standard legges til grunn, vil prospektet kunne baseres på at relativt kompliserte økonomiske og finansielle sammenhenger ikke nødvendigvis trenger å forklares. Dette så lenge de ligger innenfor analytiker-standard. Inneholder imidlertid prospektet informasjon om andre livsområder enn det analytikerne vanligvis

kredittinstitusjoner med dårlig korttidslivsditet som et eksempel hvor andre samfunnsmessige hensyn kan veie så tungt at den børsrettslige opplysningsplikten kanskje må nedprioriteres. jf. side 209.

⁶³ Østensen, Børsnoterte selskapers løpende opplysningsplikt, 1998 side 81.

⁶⁴ Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven, 2002, side 456.

⁶⁵ NOU 1996: 2 kap 10.3.1.

⁶⁶ Dette baseres på det inntrykket jeg har fått gjennom å ha lest 10-12 norske prospekter.

befatter seg med, må utgangspunktet for vurderingen være hva en lekmann på området kan forstå. Et selskap som driver med komplisert forskning, kan dermed være pliktig til å gi en tolkning av forskningsresultater i prospektet der en lekmann ikke selv ville ha forutsetninger for å fastslå om resultatet er godt eller dårlig.

Hensynet til enkelte investorer kan imidlertid tale for at det ikke fastsettes en allmenngyldig objektiv norm for investorstandarden. Muligens bør det utvises fleksibilitet med hensyn til hvilken standard man plikter å utforme prospektet med hensyn til. Tar et selskap sikte på å bli en «folkeaksje» gjennom aggressive informasjonskampanjer mot allmennheten, bør det kanskje stilles krav om at nivået også er tilpasset denne gruppen. Fra børsen har det også blitt uttalt at der selskaper tar sikte på å bli en «folkeaksje», og henvender seg til mange med liten eller ingen erfaring fra slik handel, er det sælig viktig at prinsippene om at informasjonen som gis er objektiv, presis og lett verifiserbar.⁶⁷

4.14 Prospektets utforming og markedsføring

For å få potensielle investorer intressert i å satse penger, er det nødvendig for utsteder å gjøre emisjonen eller spredningsalget kjent. Bortsett fra ved emisjoner og spredningsalg er det uvanlig at et selskap driver direkte «reklame» for egne aksjer. Ved emisjoner og introduksjoner har man imidlertid eksempler på at det er drevet ganske aktiv markedsføring.⁶⁸ Emisjoner kan være en mulighet for et selskap til å skape interesse for sin virksomhet og det underliggende verdipapiret.

Her brukes ordet markedsføring om den aktiviteten som gjerne blir drevet for å skape interesse i forbindelse med en emisjon. Det må presiseres at «markedsføring» lett kan gi asosiasjoner til vanlig reklame, og det er antagelig større begrensninger på hvordan et prospekt språklig kan utformes enn hva som gjelder ved reklame for andre produkter.⁶⁹ I fortalen til EUs Rdir 80/390 er det slått fast at det er et mål at prospektreglene sikrer investorene informasjon som er «så objektiv som mulig». Dette må man anta legger begrensninger på hvordan

⁶⁷ Oslo Børs vedtak og uttalelser 2000, jf. punkt 2.5.

⁶⁸ Noen eksempler er introduksjonene til Stepstone og Telenor, hvor det ble annonsert betydelig i dagspressen.

de ansvarlige for emisjonen kan markedsføre selskapet i prospektet. Også et av de viktigst formålene bak reglene om prospektplikten, nemlig investorbeskyttelse taler for at selskapene plikter å utarbeide prospektet på en måte som gir innholdet en større grad av objektiv informasjon, enn hva som er vanlig ved markedsføring generelt.

Foruten et skriftlighetskrav er det få regler i lov eller forskrift som direkte angår prospektets form. I vphl § 5-5 tredje ledd er vedkommende børs gitt rett til å forlange at prospektet utarbeides på norsk, og etter bf § 14-3 siste ledd er børsen gitt fullmakt til å stille krav til form for det enkelte tilfelle hvis det er nødvendig for å ivareta hensyn som nevnt i bf § 14-1. I forbindelse med tilbudsmateriell utenfor selve prospektet, har Oslo Børs uttalt at det er viktig at denne fremstår som objektiv, presis og lett verifiserbar. De samme prinsipper må også legges til grunn ved utarbeidelse av selve prospektet.⁷⁰

En grense for hva som er akseptabel form vil også følge av vphl § 2-5 annet ledd. Denne bestemmelsen angir at «God forretningsskikk skal iakttas «når det fremsettes tilbud om tegning eller kjøp av finansielle instrumenter, i forarbeidene går det videre frem at standaren skal gjelde ved alle typer hendelser til almenheten.⁷¹

Manipulering av prospektet kan tenkes gjort på mange sofistikerte måter uten at det direkte sies uriktigheter. Ved billedrik ordbruk om positive forhold samtidig som risiko nedtones gjennom bruk av tørre og kjedelige formuleringer, kan en leser bli manipulert slik at vedkommende investor blir sittende igjen med et galt bilde av selskapet.

I Danmark har man for å forebygge misbruk utarbeidet relativt detaljerte retningslinjer om form. Bestemmelsene krever at prospektet følger samme systematikk slavisk som Vedlegg A til Rdir 80/390 og at prospektet skal utgjøre en særskilt del av informasjonsmaterialet. Det er også et forbud mot å ta med

⁶⁹ Aarum, Styremedlemers erstatningsansvar i aksjeselskaper, 1994, side 432.

⁷⁰ Oslo Børs vedtak og uttalelser 2000, punkt 2.5.

⁷¹ NOU 1996: 2, jf. kap. 6.1.2.1.

bilder i prospektet hvis disse ikke har nær tilknytning til opplysningene i prospektet.⁷²

I USA er det gitt regler om at prospektet skal presenteres på en «klar, konsis og forståelig måte», jf. The Securities Act 1933, Rule 421(b) og at man skal forsøke å unngå tekniske, juridiske og økonomisk uttrykk. jf. 421(b) 4.⁷³ Også i rettspraksis har det blitt slått ned på sofistikerte forsøk på å omgå opplysningsplikten i prospekt.⁷⁴ Det er imidlertid blitt gitt noe rom for uforpliktende selvskrut i forbindelse med kapitalutvidelser. Uttalelser om at «selskapet så frem til vekst i inntjening pr. aksje», ble av retten tolket til å være for vage til å gi investoren noen garanti for denne veksten.⁷⁵

I norsk rett må imidlertid fraværet av bestemmelser om regler om form føre til at det her ikke er noe krav om at prospektet skal gjengi informasjonen i noen bestemt rekkefølge, og at utsteder står friere med hensyn til hvordan prospektet illustreres.

Fra Oslo børs offentliggjorte praksis har jeg bare funnet én uttalelse hvor spørsmålet om grensen for lovlig markedsføring har vært behandlet. I forbindelse med børsnoteringen av Telenor ble det oppdaget en pop-up på en Internettside hvor man kunne laste ned tegningsblankett og prospekt. Denne pop-upen inneholdt teksten «Telenor går billig. Les mer på våre hjemmesider». Oslo Børs uttalte at om de hadde kjent til denne, ville de ha bedt om at den ble fjernet siden påstanden var udokumentert.⁷⁶

Som en oppsummering kan det fremheves at selv om det i norsk rett ikke finnes andre skrevne regler for markedsføring av prospekt enn den generelle regelen om «god forretningsskikk», taler både de EU-rettslige forarbeidene og formålet bak reglene for at prospektet må være utformet med henblikk på å gi objektiv informasjon.

⁷² Reglene er utarbeidet av Fondsrådet, som er et organ som bl.a. skal gi utfyllende regler til den danske verdipapirhandellovgivningen, jf. Andersen og Clausen, 1996, side 37 og 125 flg.

⁷³ Min oversettelse.

⁷⁴ *Feit v Leasco Data Processing Equipment Corporation* (332 F. Supp 544 at 565 (E.D.N.Y 1971))

⁷⁵ Hazen, *The law of securities regulation*, 1996, side 153, note 41.

⁷⁶ Oslo Børs vedtak og uttalelser 2002, jf. punkt 2.5. En pop-up er en rubrikk som kommer opp automatisk når en åpner en Internettside.

Om man kan trekke noen slutning fra den ene uttalelsen Oslo børs har kommet med, tydet denne på at børsen har lagt seg på en relativt streng linje og at det er gitt lite rom for påstander som ikke kan dokumenteres.

5 REAKSJONER VED BRUDD PÅ PROSPEKTREGLENE

5.1 innledning

Ved brudd på prospektreglene kan tre forskjellige former for ansvar bli aktuelle. Dette er administrativt, strafferettslig og sivilts ansvar. Her behandles bare enkelte problemstillinger knyttet til det sivilrettslige ansvaret.

Etter vphl § 5-10 første ledd er det styret som er det formelt ansvarlige organ for at «prospektet fyller de krav som er fastsatt». Bestemmelsens annet ledd pålegger styret en plikt til å underskrive en erklæring om at innholdet i prospektet så langt de kjenner til både er i samsvar med de faktiske forhold og at de ikke inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger. Også bf § 14-2 inneholder bestemmelser om at styret må avgi en erklæring om at opplysningene i prospektet er korrekte. Denne avhandlingen behandler ikke denne problemstillingen.⁷⁷

Hverken verdipapirhandelloven eller børsforskriften inneholder imidlertid nærmere regler om sivilrettslige sanksjoner for de skadelidte investorene. De nærmere reglene for dette må derfor fastsettes på bakgrunn av andre rettskilder.

Selv om styret er det som står som formelt ansvarlig organ, er det selskapet som ofte har levert store deler av underlaget som opplysningene i prospektet bygger på. Andre mulige ansvarlige kan være rådgivere og/eller tilretteleggere som har ytet bistand ved utarbeidelse av tilbudsdokumentet. Dette kan være advokater, revisorer eller et meglerhus. Denne fremstillingen behandler imidlertid bare selskapets ansvar.

⁷⁷ Nærmere om dette, se Birkeland, Begrensninger i styrets ansvar ..., 2001, og Aarum, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, 1994, side 132 flg.

5.2 Investorenes mulighet til å få erklært aksjetegningen ugyldig ved emisjoner

Prinsipielt kan to typer av ugyldighet tenkes når det er gitt villedende eller gale opplysninger. I det ene tilfelle kan man tenke seg at hele emisjonen erklæres ugyldig, noe som medfører at investorene får pengene tilbake og aksjekapitalen blir værende på samme nivå som før kapitalutvidelsen. Den andre muligheten er at selskapet returnerer det innbetalte beløpet til investorene, mens investorene returnerer sine aksjer til selskapet. I første tilfelle vil selskapet gå glipp av hele den nye aksjekapitalen, mens det i det andre tilfellet vil kunne selge aksjene videre hvis det skulle finnes noe marked for dette.

Spørsmålet om ugyldighet er regulert i vphl § 5-13. Etter første ledd går det frem at en aksjetegner i en emisjon som faller inn under vphl § 5-1, ikke er bundet av avtalen hvis «prospektet, annonser mv. som nevnt i vphl § 5-7 inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen om spørsmålet om å akseptere tilbudet.» Etter vphl § 5-13 første ledd, andre punktum kan videre hver av partene forelegge spørsmålet for børsen til avgjørelse. Etter ordlyden er bestemmelsen objektiv. Det kreves ikke utvist skyld for selskapet eller dets representanter for at tegner skal kunne gå fra avtalen. Bestemmelsen kan sies å være i overensstemmelse med alminnelig avtalerett. Det er jo et alminnelig prinsipp at den som inngår avtaler ut fra manglende eller bristende forutsetninger vil kunne si seg fri fra avtalen, jf. avtl § 36.⁷⁸

Selv om det ikke er presisert i lovteksten, må man regne med at en kjøper som er klar over de villedende eller ufullstendige opplysningene, i utgangspunkt ikke kan påberope seg bestemmelsene i vphl § 5-13 første ledd. Dette følger også av almene prinsipper i avtaleretten. En motsatt regel vil kunne gi aktørene i ond tro en mulighet til å spekulere.⁷⁹

Etter vphl § 5-13 annet ledd må imidlertid tegners innsigelser fremsettes før utløpet av den frist som er satt i allmennaksjeloven § 2-10 første ledd, jf. annet

⁷⁸ Hov, Avtaleslutning og ugyldighet, 1998, side 266 flg.

ledd. Etter asal § 2-10 første ledd må foretaksregisteret ha blitt varslet før aksjekapitalen er blitt registrert hvis innsigelsen om at tegningen ikke skal anses bindende skal være i behold. Bestemmelsene i asal § 2-10 gjelder direkte ved stiftelse av selskapet, men etter asal § 10-7 siste ledd siste punktum gjelder reglene også ved emisjoner.

Etter ordlyden er det nok at foretaksregisteret er «varslet». Skulle aksjekapitalen likevel være registrert ved en feil, taler dermed ordlyden for at investor har innsigelsen i behold. I asal § 2-10 annet ledd annet punktum er det imidlertid «registreringen» og ikke varselet som er satt som skjæringstidspunkt. Rettstekniske hensyn kan også tale for at det er selve registreringshandlingen som er avgjørende.

Siden registreringen i dag normalt skjer svært kort tid, ofte bare noen timer etter at aksjetegner har betalt for aksjene, kommer fristen etter vphl 5-13 antagelig sjelden investorene til unnsetning.⁸⁰

I asal § 2-10 annet ledd annet punktum er det gitt bestemmelser for når tegner til tross for at registrering har skjedd kan si seg løst fra avtalen. Dette er ved «falsk», «forfalskning», «grov tvang» og «umyndige». Unntakene hører alle til de såkalte sterke ugyldighetsgrunnene og vil vel forekomme svært sjelden. Skulle de forekomme, vil tvangen eller umyndigheten heller ikke være knyttet til brudd på prospektreglene. Et prospekt vil kunne inneholde gale opplysninger som gjør at forholdet vil kunne betegnes som svindel eller svik, men det er vel nærmest utenkelig at opplysningene i prospektet vil virke «tvingende». Bestemmelsene om forfalskning vil neppe heller komme til anvendelse. Ordlyden i asal § 2-10 annet ledd andre punktum refererer seg til selve tegningen. Det vil si forfalskning av tegners disposisjoner. Skulle det forekomme at det ble produsert en uoffisielle versjon av prospektet, «falskt prospekt», som styret ikke har godkjent i tillegg til den offisielle, vil den lurte investor fortsatt ha vært utsatt for svik og ikke forfalskning. Dermed kan lovens

⁷⁹ I aksjemarkedet er det ikke helt uvanlig at enkelte investorer i aksjer som de vet er overpriset, i håp om å få solgt aksjene videre til en som tar enda større sjanser.

⁸⁰ Bergo, Børs- og verdipapirrett, 1998, side 413 og 414.

ordlyd sett i sammenheng tale for at aksjetegner i et slikt tilfelle fortsatt vil være bundet.⁸¹

5.3 Selskapets erstatningsplikt ved villedende og eller mangelfulle opplysninger ved emisjoner⁸²

Prinsipielt kan flere erstatningsgrunnlag tenkes. Man kan tenke seg at selskapet heftet for uaktsomme forhold fra styret gjennom det såkalte organansvaret.⁸³ Et annet grunnlag kunne være et objektivt tilsikringsansvar. I utgangspunktet vil et erstatningskrav utgjøre en mindre fare for selskapskreditorene da kravet ville stille på lik linje med andre uprioriterte krav ved konkurs og skulle selskapet være økonomisk solid ville kreditorene ikke vært truet. Normalt vil også et erstatningskrav svekke selskapskapitalen mindre enn ved ugyldighet da erstatningskravet bare vil gjelde den betalte overpris på grunn av de gale eller mangelfulle opplysningene, mens selskapet ved ugyldighet kan tenkes å måtte levere tilbake hele den innskutte kapitalen.

Skulle det imidlertid finnes et fungerende marked for de til selskapet returnerte aksjene, vil selskapet kunne selge de returnerte aksjene videre. I et slikt tilfelle ville den økonomiske belastningen for selskapet bli den samme for ugyldighet og erstatning. I praksis kan det imidlertid tenkes at selskapets tillit i en slik prosess vil bli så svekket at et aksjesalg på markedet ikke ville avspeilet de reelle verdiene.

Spørsmålet om selskapets erstatningsansvar er ikke lovregulert i norsk rett. Høyesterett tok imidlertid også opp denne problemstillingen i Rt. 1996 side 1463 flg. (Labogas dommen). I et *obiter dictum* ble det av retten slått fast på at «... de hensyn som medfører at kommandittistene ikke kan fragå tegningen, og således ikke kreve fritakelse for videre innskudsplikt eller tilbakebetaling av innskudd, tilsier at de heller ikke kan vinne fram med et erstatningskrav mot selskapet ...». Høyesterett mente

⁸¹ I media ble det påstått at falske prospekter hadde vært i omløp vedrørende barberbladselskapet Ruud & Rye. Selskapet var imidlertid bare notert på den såkalte OTC-listen.

⁸² Jeg drøfter ikke spørsmålet om årsakssammenheng for en behandlig av denne problemstillingen av se Aarum, 2002, Prospektansvaret – behov for nytenkning? Heller ikke skadebegrepet i relasjon til selskapers erstatningsplikt ved emisjoner behandles, for en diskusjon om skade i forbindelse med prospektansvar se Deuschel, Bolagets ansvar vid fel eller brist i prospekt, 2000, side 270.

⁸³ Rt. 1996, side 742, (Minnor-dommen).

denne reglen også måtte gjelde i de tilfeller der erstatningskravet var begrenset til å gjelde den eventuelle overpris som ble betalt ved erverv av andelene.

Dette resultatet er i overensstemmelse med det som hevdes å være gjeldende rett i juridisk teori.⁸⁴ Det kan imidlertid merke en forandring når det gjelder de juridiske forfatteres syn på regelens godhet. Ettersom oppmerksomheten de senere år i større grad har blitt rettet mot investorbeskyttelse har det blitt fremført kritikk mot den restriktive holdningen til selskapets ansvar.⁸⁵ Høyesterett var imidlertid såvidt klar i sin uttalelse i Lasbogas-dommen om at hverken erstatning eller ugyldighet kom på tale, og det er derfor kanskje tvilsomt om man kan forvente en endring av praksis.

5.3.1 Utenlandsk rett

I Sverige har selskapets ansvar for feil eller mangler i prospekt blitt behandlet av C. J. Deuschel.⁸⁶ Han konkluderer med at i alle fall aksjekapitalen er beskyttet mot krav fra misfornøyde tegnere, men utelukker ikke helt at investorene kan nå frem med erstatningskrav der selskapet har overskytende kapital utover aksjekapitalen.

Gjennom sitt slutforslag til ny aksjeselskapslov, jf. SOU 2001: 1 side 262 flg. har aksjeselskapskomiteen anbefalt at man gir investorene ved emisjoner rett til erstatning fra selskapet hvis de skulle lide tap forårsaket av gal eller mangelfull informasjon i prospektet.

Utvalget argumenterer med at den nåværende lovgivningen er i utakt med land Sverige pleier å sammenligne seg med på dette området. Foruten USA og Storbritannia, trekkes det frem at også kontinentale land som Frankrike, Sveits, Nederland og Tyskland har innført regler som kan gjøre selskapet ansvarlig. Det blir også trukket frem at svenske selskaper har opplevd de nåværende reglene som problematiske i forbindelse med introduksjoner og innhenting av kapital fra utlandet. Det blir bl.a. påpekt at man har opplevd at enkelte tilretteleggere har trukket seg av frykt for å bli sittende igjen med ansvaret.⁸⁷

⁸⁴ Endresen, Selskapets interesse ..., 1996, side 62 flg.

⁸⁵ Berge, Børs- og verdipapirrett, 1998, side 405 flg.

⁸⁶ Deuschel, Bolagets ansvar ved fel eller brist i prospekt, 2000, side 269 flg.

⁸⁷ I SOU 2001: 1, side 266 blir det diskutert om det eventuelle erstatningskravet skal måtte begrenses til kun å omfatte selskapets såkalte frie egenkapital. Konklusjonen ble imidlertid at det ikke er

Etter amerikansk rett er faktisk selskapet det eneste organ i emisjonsprosessen som ikke har mulighet til å begrense ansvaret gjennom utfyllende forbehold, jf. The Securities Act of 1933 section 11b.

Skulle erstatningskravet vinne frem etter amerikansk rett, vil kravet imidlertid ha prioritet bak de uprioriterte fordringene. Er selskapet lite kredittverdig vil derfor skadelidte ofte heller prøve å vinne frem mot styret, tilrettelegger, revisor eller andre som kan tenkes å ha et ansvar i forbindelse med transaksjonen.

Erstatningskravet må i alle tilfeller reises innen ett år fra investor oppdaget at det var gitt gale eller villedende opplysninger og innen tre år fra emisjonen, med mindre det er utvist forsett eller grov uaktsomhet med hensyn til de gale opplysningene.⁸⁸

5.4 Selskapets erstatningsansvar ved spredningsalg

Det finnes ingen lovregler som direkte regulerer selskapets ansvar for investorenes tap på sekundærmarkedet. Man har heller ingen høyesterettspraksis som tar direkte stilling til spørsmålet.

Slik jeg har beskrevet rettstilstanden ovenfor, er det i Norge en restriktiv holdning til å tilkjenne krenkede investorer erstatning fra selskapet ved feil og eller mangler i emisjonsprospektet. Spørsmålet er så om den samme restriktive praksisen vil gjelde hvis det skjer en nyintroduksjon med et tilknyttet spredningssalg. Prospektreglene vil hovedsakelig være de samme. Bf §§ 14 og 15 vil gjelde i begge tilfeller, i tillegg kommer bf § 16 ved introduksjoner og bf § 18 ved emisjoner. I praksis lages det imidlertid gjerne bare ett felles prospekt som både oppfyller kravet til introduksjonsprospekt og emisjonsprospekt.

foreslått noen begrensning. Selskapet skal videre kunne ilegges ansvar ikke bare når selskapet emitterer, men også ved såkalte spredningssalg i forbindelse med en introduksjon, men dette bare hvis introduksjonen også er skjedd i selskapets interesse. Bortsett fra ved spredningssalgene i forbindelse med introduksjonen er det foreslått at erstatningsansvaret skal være begrenset til skadelidte på primærmarkedet. Ansvar vil imidlertid fortsatt kunne være til stede hvis det eneste mellomledet er det emitterende selskapets tilrettelegger. Sistnevnte begrensning er begrunnet i hensynet til selskapskreditorene. Det foreslås videre at de erstatningsberettigedes krav vil ha en vanlig prioritet. Man ønsker altså ikke å følge den amerikanske modellen på dette området ved å la tegnerne ha prioritet bak andre usikrede kreditorer. Spørsmålet om tegners mulighet til å påberope seg ugyldighet blir ikke behandlet i utredningen.

Et eksempel kan brukes til illustrasjon slik at problemstillingen kommer tydelig frem:

Et selskap skal børsnoteres. Samtidig som dette skjer foretas det et spredningsalg, hvor noen av de største aksjonærene selger seg ned. Det er selskapet som har stått for utarbeidelsen av prospektet. I ettertid viser det seg at den felles delen av prospektet inneholdt feil som skyldes forsett eller culpa fra selskapet.

Den klare hovedreglen i norsk rett er at erstatningsplikt oppstår ved uaktsomhet. Det kan derfor være grunn til å utvise forsiktighet med å gjøre unntak fra denne reglen uten klare holdepunkter i lov eller høyesterettspraksis.

Spørsmålet var oppe i en byrettsdom i 1998.⁸⁹ Retten kom til at selskapet ikke kunne være ansvarlige overfor aksjonærene for culpøse handlinger på sekundærmarkedet.

Byretten tok utgangspunkt i at Høyesterett i Labogas-dommen heller ikke hadde tillatt at det overskytende av den bundne aksjekapitalen ble brukt som erstatning til aksjonærene. Dette tolket man som at selskapet heller ikke kunne være ansvarlig overfor aksjonærenes tap på sekundærmarkedet.

Høyesteretts argumentasjon i Labogas-dommen tok imidlertid først og fremst utgangspunkt i den gamle aksjelovs § 2-5, og det sies ingen ting direkte om hvilke regler som burde gjelde på sekundærmarkedet.

Et argument mot erstatning har vært hevdet gjennom det såkalte identifikasjonssynspunktet. Etter dette skal aksjonærene som eiere prinsipielt være avskåret fra å søke erstatning for tap knyttet til aksjene som grunner i culpøse handlinger fra selskapet. I et spredningsalg vil teoretisk sett alle aksjene

⁸⁸ Securities Act of 1933, Section 13.

⁸⁹ Vital-dommen, Bergen byrett 4. august 1998, sak nr 96-2147 A.

kunne skifte eier. Skulle de nye aksjonærene reise erstatningskrav mot selskapet i et slikt tilfelle, ville erstatningsutbetalingene den enkelte aksjonær mottok antagelig ikke stille investor bedre, siden man måtte regne med at erstatningsutbetalingen tilsvarte verdifallet for de enkelt investorenes aksjer. I et slikt eksempel illustreres problemet. Dette er imidlertid et teoretisk eksempel, i praksis pleier spredningsalg langt fra å være så omfattende. Vanligvis vil det være aksjonærer i selskapet som var i besittelse av aksjer også før emisjonen. En regel som utelukker erstatning ved feil i prospekt forårsaket av selskapets culpøse handlinger, vil dermed i praksis gi de gamle aksjonærene en tilfeldig berikelse.

Det kan også spørres om det av retts tekniske grunner bør gjelde en og samme regel for emisjoner og introduksjoner med spredningssalg. Siden selskapets informasjonsplikt gjennom prospektreglene i all hovedsak vil være lik. Det kan også forekomme en sammenblanding slik at det gjøres både en emisjon og et spredningssalg. Dette skjer gjerne i forbindelse med en børsintroduksjon hvor eventuelle gründere kan benytte anledningen til å selge seg ned. Prisen på aksjene til de eierne som selger seg ned vil vanligvis være den samme som emisjonskursen på de nye aksjene.⁹⁰ Slik jeg har fått det opplyst fra et meglerhus blir emisjonsaksjene og aksjene som skal selges ved spredningssalget lagt inn i en og samme pott.⁹¹ En kjøper vil derfor i utgangspunktet ikke vite om hans aksjer kommer fra emisjonen eller er gamle aksjer. Og skulle man klare å identifisere aksjene, kan det bero på en tilfeldighet om de nye investorene har fått sine aksjer fra spredningssalget eller kapitalutvidelsen.

Forutsatt at selskapet har erstatningsansvar ved spredningssalg, vil en mulig løsning være at det ble utmålt erstatning for den prosent som aksjene fra de gamle aksjonærene utgjorde av den totale potten og at denne så ble fordelt blant de nye aksjonærene.

⁹⁰ Dette gjaldt f.eks. da Stepstone ble introdusert på Oslo Børs.

⁹¹ DNB Markets Corporate Finance.

I teorien har enkelte ment at beskyttelsen av selskapskapitalen også bør være avgjørende på dette området⁹², men også det motsatte har vært hevdet.⁹³ Som en oppsummering kan man slå fast at rettstilstanden på dette området ikke er helt avklart.

⁹² Karlgren, 1938, side 202.

⁹³ Birkeland, Begrensninger i styrets ansvar ..., 2001, side 401. Her henviser Birkeland til Endresens artikkel «Selskapets interesse ...» i Tidsskrift for Forretningsjus nr 3 1996, side 62 flg. hvor dette hevdes. Artikkelen er imidlertid skrevet før Labogas-dommen. Det kan dermed hende Endresen har skiftet standpunkt.

6 Argumenter for og mot erstatningsansvar

Det er en mengde argumenter som kan føres både for og mot et ansvar for selskapet. Her berøres de jeg har sett på som viktigst.

For et lite marked som det norske med en stor prosentandel utenlandske eiere, er det problematisk å ha regler som er forskjellige fra våre viktigste handelspartnere. Hvis det i den utenlandske nasjonale lovgivningen gis preseptoriske regler for selskapets ansvar ved emisjoner, vil de norske selskapene kunne få problemer med å hente kapital i disse markedene, i verste fall kanskje utestenges. Dette er til en vis grad tilfellet i dag når det gjelder amerikanske investorer. Da Nera hadde sin siste kapitalutvidelse, var enkelte av de amerikanske eierne avskåret fra å bruke sine tegningsretter for å erverve nye aksjer.⁹⁴

Et annet problem kan oppstå ved de såkalte bookbuildingsprosessene. Ved store internasjonale emisjoner tar gjerne én eller flere tilretteleggere på seg ansvar overfor senere erverver. Emisjonsaksjene eller aksjene fra spredningssalget kjøpes gjerne av tilrettelegger før de umiddelbart selges videre. For ikke å risikere å bli sittende med ansvaret for eventuelle gale opplysninger gitt av selskapet, kan tilrettelegger kreve at utsteder avgir erklæring om at de tar ansvaret for eventuelle gale eller manglende opplysninger som er skaffet til veie av selskapet.⁹⁵

⁹⁴ Christiansen, Norske verdipapirtransaksjoner i det amerikanske investormarked, side 95 flg.

⁹⁵ Denne problemstillingen ble aktuell da staten skulle selge seg ned i Statoil. For å få en best mulig «underwriting agreement» med tilrettelegger av selskapet, vedtok Stortinget en egen lov vedrørende Statoil-introduksjonen, jf. lov 2001-05-18. Denne fastsetter at selskapet hadde ansvar overfor kjøperne av de nye aksjene ved gale eller feilaktige opplysninger.

Et annet reelt hensyn som taler for et ansvar, er enkelte strukturelle forhold ved bedrifter som er under økonomisk press.⁹⁶ Ledelsen og andre ansatte vil ofte ha stor personlig interesse av å holde virksomheten i gang, mange vil kunne få satt karrieren sin tilbake ved en konkurs og de gamle aksjonærene vil kunne tape alt. Et erstatningsansvar vil dermed kunne virke som en motvekt mot disse kreftene og derfor gi ledelsen et større incentiv for å komme med korrekte opplysninger i prospektet.

Det ligger også et viktig samfunnshensyn i at prospekter gir et så rett bilde som mulig av selskapets økonomiske situasjon. Da har investor større muligheter for å finne frem til hvilke selskaper som er godt drevet, og kapitalstrømmen vil i større grad finne veien til de riktige selskapene.

Reglene om at selskapet ikke skulle kunne pålegges ansvar grunnet feil eller mangler ved opplysninger, er som før sagt utviklet med tanke på å beskytte kreditor. Uten en slik regel er det en større risiko for kreditorsvik, ved f.eks. at selskapet betaler erstatning til dårlig begrunede krav etter en emisjon. Lån gitt i tillit til at egenkapitalen var reell, kan dermed bli utsatt. På den annen side vil kreditor ha mulighet til å sikre seg gjennom forskjellige former for pant og garantier. Dagens regler gir alle kreditorer beskyttelse, også de som ga kreditter før emisjoen. Emittenter som har investert etter å ha fått gale opplysninger, blir dermed nedprioritert til fordel for aktører som ikke hadde noen berettiget forventning om at det skulle komme ny kapital. Den overpris de nye aksjonærene betaler utgjør også en tilfeldig fordel for de eldre aksjonærene. Etter mitt syn bør derfor lovgiver lage et nytt regelsett på området der investor stilles i en bedre situasjon.

⁹⁶ Etter å ha gjennomgått årsresultatet til de 29 aksjeselskapene som gjennomførte emisjon på Oslo Børs i perioden 23.03.01 til 13.12.02, fant jeg ut at bare 5 av selskapene gikk med overskudd det året emisjonen ble gjennomført. Av selskapene var 3 konkurs. Man må selvfølgelig være forsiktig med å trekke konklusjoner av en undersøkelse med såvidt kort tidsspenn. Perioden kan ha vært spesiell. Men med forbehold om dette kan undersøkelsen tyde på at det er selskaper med anstrengt likviditet som henter inn kapital og ikke de som alt har overskudd, men ønsker yttligere ekspansjon. Kilder: Oversikten over hvilke selskaper som hadde foretatt emisjoner er funnet i Dagens Næringsliv 05.02.03, selskapenes resultater er hentet på de enkelte bedrifters hjemmeside, imarkedet.no og stocklink.no.

7 Oppsummering

Som oppgaven viser, pålegges selskapene en omfattende opplysningsplikt gjennom prospektreglene. Manglende nasjonal rettspraksis gjør det imidlertid vanskelig å trekke bastante konklusjoner om de nærmere grensene for opplysningsplikten og for hvilken aktsomhetsplikt som gjelder. Fremstillingen har derfor lagt vekt på andre rettskilder, som bestemmelsens ordlyd og formål (bf § 14-1), og reelle hensyn, samt prøvd å trekke paralleller til den beslektede bestemmelsen i bf § 5-2 om selskapers løpende opplysningsplikt, og utenlandsk teori og praksis.

I kapitel 4.11 ble spørsmålet om hvilket aktsomhetsnivå som skal legges til grunn når selskapets verdier fremstilles i prospektet behandlet og det ble lagt vekt på uheldige sider ved en liberal praksis med hensyn til å tillate at verdier ble fremstilt som høyere enn det de kunne avhendes for i det aktuelle markedet. Slik jeg ser det gir imidlertid ordlyden og formålet bak reglene norske domstoler rom for å gi bestemmelsen et mer investorvennlig innhold enn hvordan prospektreglene ble fortolket av dansk høyesterett i Hafnia-dommen.

Den omfattende opplysningsplikten er imidlertid ikke fulgt opp med å gi aksjeinvestorene like gode muligheter til å søke erstatning hvis selskapet skulle bryte reglene. Dette kan være en medvirkende årsak til at det finnes så sparsomlig norsk rettspraksis på området. De omfattende prospektreglene er innført etter inspirasjon fra de amerikanske reglene. Spørsmålet er da om ikke tiden snart er kommet for også å overta enkelte av de amerikanske ansvarsreglene, noe som svært mange av våre viktigste handelspartnere allerede har gjort eller vurderer å gjøre. Jeg tror dette vil skje. Norge har ikke tradisjon for å gå egne veier på verdipapirettens område.

8 Litteraturliste

Andenæs, Mads H. (1998). Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper – Oslo: Eget forlag. ISBN 82-91064-12-1.

- Andersen, Paul K./Clausen, Nis J (1996). Introduktion til børsretten – børsreform 2. – 1. utg. – København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1996. ISBN 87-574-6452-9.
- Bergo, Knut (1998). Børs- og verdipapirrett. Oslo.: Cappelen Akademisk Forlag as, 1998. ISBN 82-456-0466-6.
- Bechmann, Tor/Bergo, Knut/Bjørnsen, Jan/Sæhle, Per Anders/Trøbråten, Kjersti Tøgard (2002). Verdipapirhandelloven, Kommentartutgave. Oslo.: Universitetsforlaget, 2002. ISBN. 82-15-00-142-4.
- Bernhoft, Mikael (2002). Hafnia-dommen. – Side 338 flg. Nordisk tidskrift for selskabsret, nr. 3, 2002.
- Birkeland, Tor G (2001). Begrensning av styrets ansvar for tap som kan henføres til prospekter. – Side 396 flg. Tidsskrift for Forretningsjuss nr. 4, 2001.
- Birkmose, Hanne Søndergaard (2000). Frykten for Delawere – monsteret fra USA?. – Side 291 flg. Nordisk tidskrift for selskabsret, nr. 3/4, 2000.
- Deuschl, Carl-Johan (2000). Bolagets ansvar vid fel eller brist i prospekt. – side 269 flg. Juridisk Tidskrift nr 11, 2000.
- Dotevall, Rolf (1999). Bolagsledningens skadestandsansvar.- 1. utg. – Stockholm: Norstedts Juridik AB, 1999. ISBN 91-39-00336-1.
- Dübeck, Inger (1991). Aktieselskabernes Retshistorie. – 1. utg. – København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1991. ISBN 87-574-6080-9.
- Eckhoff, Torstein/Helgesen, Jan E. (2001). Rettskildelære – 5. utg. – Oslo: Universitetsforlaget, 2001. ISBN 82-518-3988-2.
- Eckhoff, Torstein/Smith, Eivind (1998). Forvaltningsrett – 6. utg. – Oslo: Tano Aschehoug 1999. ISBN 82-518-3522-4.
- Endressen, Clement (1996). «Selskapets interesse» som retningsgivende for den nærmere forståelse av plikten til likebehandling av aksjonærene. Tidsskrift for Forretningsjus nr 3, 1996 side 45 flg.
- Hansen, Lau Jesper (2001). Informationsmisbrug – 1. utg – København. Jurist- og økonomiforbudets forlag 2001. ISBN 87-574-0558.
- Hazen, Thomas L. (1996). The law of securities regulation. – 3. utg. – St. Paul. Minn: West Publishing CO, 1996. ISBN 0-314-08587-4.

- Horton, William G./Wegen, Gerhard (1997). *Litigation Issues in the Distribution of Securities: An International Perspective*. – 1. utg. – Kluwer law international and International Bar Association 1997. ISBN 90-411-0950-1.
- Hov, Jo (1998). *Avtaleslutning og ugyldighet*. – 2. utg. Oslo: Papinian 1998. ISBN 82-91060-06-1.
- Knutsen, Gudmund (1997). *Regler om innbetaling av aksjekapital og selskapets misholds ansvar*. Tidsskrift for Forretningsjus nr. 4 (1997).
- Langsted, Lars B. 1999. *Selskapers kapital*. – 1. utg. – København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1999. ISBN 87-574-0104-7.
- Loss, Louis (1983) *Fundamentals of Securities Regulation*. – 2. utg. – Boston and Toronto: Little, Brown and Company, 1983. ISBN 00-316-53328-9.
- Lüning, Wilhelm (1986) *Prospektansvaret*. – 1. utg. – Stockholm: B&B Företags Juridik Hägglöfs, 1986. Intet ISBN nummer.
- Lødrup, Peter (1999) *Lærebok i erstatningsrett*. – 4. utg. – Oslo: Eget forlag, ISBN 82-91724-05-9.
- Platou, Oscar (1933). *Forelesninger over norsk selskapsret*. – 2. rev. utg. Ved Lindvik, Adolf. Oslo: H. Aschehoug & CO, 1933. Intet ISBN nummer.
- Reed, G. Bjørn (1996). *Straffbar innsidehandel*. – 1. – utg.- Oslo: Ad Notam Gyldendal 1996. ISBN 82-417-0586-7.
- Samuelsson, Per (1991). *Information och ansvar*. – 1. – utg. Stockholm: Norstedts 1991. ISBN 91-1-908162-6.
- Sandeberg, Catarina af (2001). *Prospektansvaret*. – 1. utg. – Uppsala: Iustus Förlag, 2001. ISBN 91-7678-459-2.
- Schaumburg-Müller, Peer (2002). *Børsretlig Guide.: En håndbok*. – 1. utg. – København: Nyt Juridisk Forlag 2002. ISBN 87-89319-61-3.
- Selvig, Erling (1998). *Kjøpsrett til studiebruk*. – Hefte 2 og 3. – Oslo: Hustrykkeriet Jur. fak. 1998. Intet ISBN nummer.
- Sæbø, Rune (1995). *Innsidehandel med verdipapir*. – 1 utg. – Bergen: Fagbokforlaget 1995. ISBN 82-7674-162-3.
- Welauff, Erik (1997). *Børsret*. – 1 utg. – København: GREENS&JURA 1997. ISBN 87-7553-573-4.
- Werlauff, Erik (1999). *EU-selskapsret, 18 staters felles virksomhedsret*. – 2 utg. København: Jurist og Økonomiforbundets Forlag 1999. ISBN 87-574-5564-3.

- Østensen, Cecilie (1998). Børsnoterte selskapers løpende opplysningsplikt – Side 43 flg. Tidsskrift for Forretningsjus nr 3 (1998).
- Aarbakke, Magnus (1989). Aksjetegning. Ugyldighet, mishold og ansvar – side 333 flg. Tidsskrift for Rettsvitenskap nr 3 (1989).
- Aarum, Kristin N. (1994). Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper. – 1. utg. Ad Notam, Gyldendal, 1994. ISBN 82-417-0390-2.
- Aarum, Kristin N. (2002). Prospektansvaret – behov for nytenkning? – side 239 flg. Tidsskrift for Rettsvitenskap, 2002

8.1 Offentlige publikasjoner

- NOU 1996: 2. Verdipapirhandel
- NOU 1999: 3. Organisering av børsvirksomhet m. m.
- SOU 2001: 1 Ny aktiebolgslag.

8.2 Forkortelser

- asal Allmennaksjeloven 13. juni 1997 nr 45
- avtl Avtaleloven av 31. mai 1918 nr 4.
- bf Børsforskriften av 17. januar 1994 nr 30.
- børsl Børsloven av 17. november 2000 nr 80.
- vphl Verdipapirhandelloyen av 19. juni 1997 nr 79.
- Rdir 80/390 Rådsdirektiv av 17. mars 1980 om samordning av kravene til utforming, kontroll og spredning av prospekter som skal offentliggjøres i forbindelse med opptak av verdipapirer til offisiell notering på fondsbørs.
- Rdir 89/298 Rådsdirektiv av 17. april 1989 om samordning av kravene til utforming, kontroll og spredning av prospektet som skal offentliggjøres når verdipapirer legges ut til en offentlig tegning.